



**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA**  
**INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO**

**Mestrado em Economia e Estudos Europeus**

**Custos e benefícios da não participação do Reino Unido no  
sistema euro**

Maria dos Anjos Ribeiro Pires

Orientação: Professor Doutor António Augusto da Ascensão Mendonça

Júri:

Presidente: Professor Doutor António Augusto da Ascensão Mendonça

Vogais:

Professor Doutor Francisco Humberto Fortes Camões Costa

Professor Doutor Manuel de Jesus Farto

Janeiro 2010



# **CUSTOS E BENEFÍCIOS DA NÃO PARTICIPAÇÃO DO REINO UNIDO NO SISTEMA EURO**

Maria dos Anjos Ribeiro Pires  
Mestrado em Economia e Estudos Europeus  
Orientador: Prof. Doutor António Mendonça

## **Resumo**

Este trabalho tem por objectivo principal compreender a razão de o Reino Unido não ter adoptado o euro. Seguimos dois objectivos secundários: perceber a atitude dos governos britânicos face à União Económica e Monetária e os efeitos das políticas da União Europeia sobre a convergência/divergência das economias inglesa e da Zona Euro.

A metodologia usada para avaliar o objectivo principal consistiu na análise da intensidade comercial do Reino Unido com a Dinamarca, Suécia, Estados Unidos e Zona Euro no período 1988-2007. Concluímos que a intensidade comercial do Reino Unido é mais forte com a Zona Euro do que com os outros parceiros escolhidos, apesar de existir grande sincronia do ciclo económico britânico com o do Estados Unidos. Dado que a intensidade comercial do Reino Unido já é mais forte com a Zona Euro, a adesão do Reino Unido ao euro não suscita a expectativa de criação adicional de comércio e, nesse aspecto, a Zona Euro parece não satisfazer este critério da Teoria das Zonas Monetárias Óptimas. Neste contexto, as autoridades britânicas não têm motivação económica e é frágil a vontade política de se submeterem ao regime de funcionamento do Banco Central Europeu, que consideram lento e pouco transparente.

Palavras-chave: euro; intensidade comercial; libra; União Económica e Monetária; Zona Euro; Zonas Monetárias Óptimas.



## Abstract

This work's main goal is the understanding of why the United Kingdom has not changed to the Euro. Secondly, we addressed the British governments' attitude towards the Economic and Monetary Union and the European Union politics' effects on convergence/divergence of the British and Euro zone economies.

The methodology used to fulfil the main goal consisted in an analysis of the commercial intensity between the United Kingdom and each of the following countries — Denmark, Sweden, United States of America and the Euro zone — from 1988 to 2007. We concluded that the commercial intensity is higher between the United Kingdom and the Euro zone than with the other chosen countries, even though the British and U.S. economical cycles are in synchrony. Given the actual strong commercial intensity between England and the Euro zone, a possible membership of the United Kingdom to the Euro zone would not create the expectation for additional commerce. Thus, the Euro zone seems not to be an Optimal Currency Area. In this context, the British authorities have neither economical motivation nor political willingness to accept the European Central Bank governance, which they consider inefficient.

**Keywords:** euro; commercial intensity; pound; Economic and Monetary Union; Euro zone; Optimal Currency Area.



Agradecimentos	5
Introdução	6
Capítulo 1 – Teoria das Zonas Monetárias Óptimas	16
1.1. Definição e condições para a criação de uma Zona Monetária Óptima	16
1.2. Custos e benefícios da moeda única	24
1.3. Considerandos sobre a Teoria das Zonas Monetárias Óptimas	27
1.4. Teoria das Zonas Monetárias Óptimas — o caso do Reino Unido e da Zona Euro	31
Capítulo 2 — Considerações sobre a permanência do Reino Unido fora da Zona Euro	40
2.1. Estudo realizado pelo Tesouro inglês	40
A Convergência	41
O mecanismo de transmissão monetária	43
A taxa de câmbio no ajustamento macroeconómico	44
O Comércio	45
Cenários das políticas, opinião pública e conclusões deste estudo	46
2.2. Os ingleses euro-optimistas e os euro-cépticos	48
A União Económica e Monetária poderá ser um sucesso?	50
O Reino Unido vai aderir e em caso afirmativo, quando?	51
Custos por o Reino Unido “não estar na primeira vaga”	51
2.3. Os “Ins” e os “Outs”	52
Capítulo 3 – Estudo da Intensidade Comercial do Reino Unido.	57
3.1. Metodologia para a recolha de dados estatísticos	58
3.2. Cálculo das intensidades comerciais	62
Conclusões	71
Bibliografia	76

## Agradecimentos

Ao meu orientador, Sr. Prof. Doutor António Mendonça, que apesar de Presidente do Conselho Directivo do ISEG, com uma agenda muito preenchida, teve sempre disponibilidade para reunirmos.

À Sr<sup>a</sup>. Prof<sup>a</sup>. Doutora Alda Matos pelo encorajamento e aconselhamento extraordinários, que muito contribuíram para que esta Tese chegasse até aqui.

À Maria de La Salette, colega de Mestrado, que me deu indicações muito úteis, resultantes da sua experiência recente de elaboração de tese de mestrado.

À D. Luzia Estevens, do Centro de Apoio às Estatísticas Europeias do INE, que, sempre muito simpaticamente, me forneceu os dados necessários para elaborar a metodologia e a conclusão desta tese.

À Helena Fernandes, da Câmara de Comércio Luso-Britânica, pelo fornecimento rápido de informações sobre diversas questões a respeito do Reino Unido.

E dedico esta Tese ao meu filho, o Bernardo. Para elaborar a tese trabalhei a tempo parcial (durante seis meses) no Instituto do Emprego e Formação Profissional, I.P., e vivemos apenas com metade do ordenado.



# Introdução

## **Objecto de estudo e sua pertinência**

O Reino Unido tornou-se membro efectivo da Comunidade Europeia, em 1973. Actualmente pertence à União Europeia mas, até ao corrente ano de 2008, não adoptou o euro. Por isso, nesta dissertação serão apresentados alguns acontecimentos relevantes da economia britânica para que se possa interpretar os comportamentos da libra e a sua independência face ao euro.

O euro entrou em circulação (notas e moedas) em 2002 e, desde então, tem apresentado um comportamento de grande estabilidade, com uma evolução cambial semelhante à de qualquer divisa forte. Neste quarto trimestre de 2008, caracterizado por uma profunda instabilidade dos mercados financeiros, o euro tem tido um desempenho bastante firme face ao dólar, que se tem depreciado.

Em 15 de Novembro de 2008 teve lugar, em Washington, uma Conferência sobre a actual crise financeira, que reuniu os principais países e instituições. Uma entre muitas Conferências que se irão efectuar com o objectivo de reforçar o sistema financeiro internacional, através de uma melhor regulamentação e fiscalização mais eficiente dos operadores, de modo a assegurar que a crise actual não se repita. Nesta Conferência, que alguns designam de “2ª. Bretton Woods”, pode ter sido discutida a regulação monetária internacional, provavelmente a redistribuição da soberania entre o dólar e o euro, com grande probabilidade de o euro sair desta crise mais fortalecido do que o dólar. Esta divisão de soberania dólar *versus* euro, que se antecipa, pode vir a ser uma boa oportunidade para a moeda europeia fortalecer o seu prestígio internacional. Neste enquadramento, a actual crise do dólar pode, eventualmente, ser uma oportunidade para que o Reino Unido mude finalmente de atitude e venha a adoptar o euro, num futuro próximo.



### **Objectivos — hipóteses de trabalho**

O objectivo principal desta dissertação é mostrar a autonomia da libra face ao euro, no passado recente, procurando perceber se o Reino Unido faz bem em permanecer na situação de “Outsider”. Para isso, faremos a análise custo/benefício da não adesão da libra ao sistema euro. Analisaremos a intensidade comercial do Reino Unido com a Dinamarca, Suécia, Zona Euro e Estados Unidos e verificar se o volume de comércio com a Zona Euro tem crescido mais do que com os restantes parceiros comerciais. Através do comportamento da intensidade comercial do Reino Unido com a Zona Euro, desde o Acto Único Europeu — em 1987, quando começaram a ser criadas condições para a constituição da União Económica e Monetária e a criação de uma moeda única — tiraremos a ilação essencial acerca da natureza de zona monetária do euro.

Para alcançar o objectivo principal, atrás citado, iremos seguir três hipóteses de trabalho a seguir enunciadas:

1. Considerando que a adesão de uma moeda a uma zona monetária existente implica uma decisão política importante — em termos de abandono da moeda nacional e da simbologia de soberania a ela inerente — iremos acompanhar alguns episódios relevantes acerca da atitude dos governos ingleses e da opinião pública britânica sobre as negociações relativas à União Económica e Monetária (UEM) e à adopção (ou não) do euro, usando, para isso, diversos *Papers* publicados no *Centre for Economic Policy Research*, no *National Bureau of Economic Research* e no Banco de Inglaterra;
2. Outra hipótese de trabalho consiste em analisar até que ponto a Zona euro preenche os critérios de definição de uma Zona Monetária Óptima e verificar se os efeitos da aplicação das políticas definidas pela União Europeia provocaram convergência ou divergência



entre as economias inglesa e da zona euro;

3. Tendo em consideração que a integração monetária tem benefícios em termos de acréscimo do comércio entre uma Zona monetária e um país a ela aderente, iremos analisar a intensidade comercial do comércio bilateral do Reino Unido para averiguar se é mais forte com cada um dos “Out” (Dinamarca e Suécia) e Estados Unidos do que com a Zona Euro, ou não.

### **Metodologia**

A análise proposta é feita seguindo duas metodologias diferentes:

- Nos primeiros dois capítulos a explicitação é descritiva, na medida em que se apresenta a Teoria das Zonas Monetárias Óptimas, necessária à compreensão dos custos e benefícios para a Economia inglesa por adoptar o euro, ou não (Capítulo 1). Segue-se a enumeração de argumentos a favor e contra a participação do Reino Unido no sistema euro, remetendo para diversos *papers* que explicitam os efeitos da eventual adesão no comércio, a rigidez institucional do BCE e a opinião do povo inglês (Capítulo 2);
- A segunda metodologia, de cálculo da intensidade comercial, é utilizada no 3º Capítulo, e relaciona o valor das exportações e importações, em euros, no período de 1988 a 2007, para o Reino Unido, Dinamarca, Suécia, Zona Euro e Estados Unidos. Neste momento, a base de dados ainda não dispõe do valor das exportações e importações até ao final do ano 2008, pelo que serão considerados valores até 31/12/2007 para 12 países: Áustria, Bélgica, Alemanha, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda e Portugal. Para além do cálculo da intensidade comercial analisar-se-á também se tem





havido crescimento/decrescimento do comércio bilateral entre o Reino Unido e os parceiros, Dinamarca, Suécia, Estados Unidos e a Zona Euro.

Introduzindo a problemática da adesão do Reino Unido ao euro, relembra-se que o Reino Unido e a Dinamarca conseguiram, através de Protocolos anexos ao Tratado de *Maastricht*, um regime especial, que lhes permite, embora em termos não coincidentes entre si, eximirem-se, por decisão política, à participação na terceira fase da UEM. Apesar dos “*opting out*” monetário autorizado ao Reino Unido e à Dinamarca, estes países puderam participar na criação da UEM, embora sem o compromisso político inicial aceite pelos restantes Estados-membros.

A integração financeira do Reino Unido na zona euro é fraca, sendo mais intensa a nível global que com as restantes praças europeias, principalmente por Londres ser uma praça financeira de longa data. Há quem considere que a oposição dos ingleses à UEM pode ser explicada pela posição de grande predominância da praça financeira londrina, que pode ser concorrente com o centro financeiro europeu.

Em 1989, na Conferência de Madrid, o Chanceler Nigel Lawson, secretário de Estado do Tesouro (1983-1989) no Governo de Margaret Thatcher, convenceu a então primeira-ministra a aceitar o sistema do mecanismo de taxas de câmbio e, através do Plano Delors, os ingleses entraram claramente no caminho da união monetária, embora não o demonstrassem abertamente. Nessa época, o resultado apurado numa votação organizada pela *National Opinion Polls* indicava que a maioria dos inquiridos (52%) tinham acreditado que a Primeira-Ministra actuou de forma a proteger “os melhores interesses para os britânicos”, com oposição



à moeda comum e a certas outras tendências da Comunidade Europeia. Ainda nessa votação foi possível saber que 46% dos britânicos se opunham à adesão da libra à união monetária.

Em 1989, o governador do Banco de Inglaterra, Robert Leigh-Pemberton, a propósito da Teoria Zona Monetária Óptima, afirmou que a Europa está gradualmente envolvida nessa direcção, em que os benefícios da moeda comum são maiores e os custos económicos menores.

Em 2000, Artis, pelos resultados obtidos num trabalho empírico, identificou os ciclos económicos no Reino Unido e nos países da União Europeia e procurou identificar também os choques que afectaram esses ciclos. Verificou então que, tal como noutras investigações, o Reino Unido apresenta um ciclo que parece ser assíncrono com o ciclo económico da maioria dos países da União Europeia.

A propósito das medidas de política fiscal para cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento, em Junho de 2003, Barry Eichengreen era de opinião que nenhum político britânico pode, em boa consciência, adoptar um acordo em que se defende a política fiscal formulada de maneira tão perversa. Por isso, um argumento sólido é que o Reino Unido deve entrar na zona euro precisamente com a finalidade de reformar essas disposições institucionais.

Uma das conclusões do estudo elaborado pelo Tesouro, em 2003, foi que as respostas às alterações das taxas de juro nominal (o "mecanismo de transmissão monetária") diferem entre as economias na Zona Euro e no Reino Unido. À primeira vista parece óbvio que, na presença de



mecanismos de transmissão assimétrica, a aplicação de uma política monetária comum possa ser uma fonte de problemas. Embora a opinião pública permanecesse profundamente céptica, acreditava que o Primeiro-Ministro pretendia influenciar de forma positiva a campanha para o *referendum*. No entanto, a avaliação foi negativa, a opinião pública manteve-se moderadamente céptica à adesão ao euro e a credibilidade do Primeiro-Ministro Tony Blair diminuiu junto do eleitorado, bem como o seu poder de persuadir os cidadãos britânicos acerca dos méritos da adopção do euro.

Existem também algumas sondagens sobre o comportamento da opinião pública em relação à questão da adesão do Reino Unido à zona euro, a exemplo das que foram publicadas nos jornais *Guardian* e *News of the World*. Para o período de 1999 a 2003, o resultado foi que a maioria dos inquiridos não concordava com a adesão ao euro.

No entanto, muitos dos inquiridos esperavam que o Reino Unido fosse membro da zona euro nos 10 anos seguintes, apesar de no momento do inquérito manifestarem opinião contrária. O levantamento mais detalhado junto dos empresários terá sido disponibilizado em 1999, no qual apenas 49% das empresas inquiridas se manifestaram a favor da adesão ao euro.

M. Artis, em 2006, no *paper* “The UK and the Eurozone”, chegou à conclusão que a união monetária entre o Reino Unido e a zona euro (tomando a Alemanha como última *proxy*) não é fortemente indicada: os choques são assimétricos e, apesar da taxa de câmbio não ser um bom estabilizador, a política monetária tem o potencial de ser independente.



Em 2006, um *paper* produzido por Baldwin concluía que a UE15, com os 'outs' — Reino Unido, Suécia e Dinamarca — não sofreram perda de comércio na área do euro desde 1999, pelo contrário, as suas exportações para a zona euro cresceram 7%, mantendo-se os restantes factores constantes. Além disso, a criação de comércio entre os países que aderiram à UEM foi modesta, de somente 9%, todos os restantes factores constantes. A explicação para estes factos seria que a adesão à zona euro agiu como uma liberalização comercial unilateral pelos "ins", o que impulsionou as suas importações provenientes dos "outs". A conclusão positiva da criação de comércio externo foi modesta e a criação de comércio interno implica que a adesão à zona do euro teria efeitos muito pequenos sobre as exportações dos 'out'. Se o Reino Unido vier a aderir ao euro, Baldwin considera que a melhor estimativa de números sugere que aumentaria as exportações em US\$ 3 biliões, enquanto as importações aumentariam em US\$ 18 biliões.

O Primeiro-ministro *Gordon Brown* considerou existir grande rigidez na estrutura e nas tomadas de decisão do Banco Central Europeu (BCE) e, por isso, diz que o Reino Unido seria louco em adoptar uma moeda que é gerida desta maneira. Adianta ainda que o BCE tem uma política pesada para o total dos Estados-membros, que torna difícil alcançar consenso e estabelecer decisões rápidas. Pelo contrário, no Banco de Inglaterra as decisões técnicas e políticas são delegadas numa comissão de 6 peritos independentes da área monetária (mais o governador e 2 vice-governadores). Além disso, o Conselho do BCE é dominado por representantes nacionais que têm dificuldade em concordar entre si e são lentos a reconhecer as necessidades da zona euro como um todo.



No entanto, o Reino Unido, mantendo a sua posição de “outsider” face ao euro, corre o risco de o seu poder de influência sobre os mecanismos institucionais da zona euro ser progressivamente enfraquecido, pelas seguintes razões:

- Reduz a probabilidade de os membros da zona euro aprovarem reformas que criem uma maior flexibilidade da união económica e monetária;
- É mais difícil que os outros Estados-membros adoptem o tipo de reformas mais consentâneas com o que o Reino Unido pretende.

Simplemente, o Reino Unido pode abandonar os medos da exagerada política de inflexibilidade por parte dos Governos nacionais e do BCE porque estes já possuem a flexibilidade necessária para evitar situações potenciais de conflito. A ser assim, o Reino Unido terá cada vez menos justificação para permanecer fora da zona euro.

A 13 Outubro de 2008, Andrew Sentence, membro do Comité de Política Monetária, no discurso de um Seminário no *Royal Bank of Scotland Auditorium*, em Londres, a propósito do “Paulson Plan” e da consequente e actual turbulência nos mercados financeiros, refere que o Reino Unido, os Estados Unidos e “outras grandes economias”, governos, bancos centrais e reguladores financeiros, trabalham arduamente para estabilizar a situação de volatilidade dos mercados financeiros no futuro e a boa capitalização do sistema bancário. Nunca se refere à UEM nem ao euro. Considera que são precisas políticas e estratégias adaptadas à realidade. A certa altura do seu discurso afirma que a política monetária não é a solução para os problemas do sistema financeiro global, mas ajuda muito a evitar consequências adversas na economia real. Ora, aderindo o Reino Unido à UEM perde a possibilidade de recorrer à política



monetária. A avaliar por este discurso a adesão ao euro parece não estar na agenda dos governantes ingleses.

## **Organização do trabalho**

No Capítulo 1, através da Teoria das Zonas Monetárias Óptimas serão analisados os custos e os benefícios da não adesão do Reino Unido à UEM. Para isso, são referidos aspectos como: a mobilidade da mão-de-obra e flexibilidade salarial; as vantagens/desvantagens comerciais, sistemas fiscais, grau de abertura e vantagem/desvantagem da política monetária independente.

No Capítulo 2 são apresentados, mais pormenorizadamente, os argumentos favoráveis e contrários à adesão do Reino Unido ao euro. As razões invocadas agrupam-se em três: os efeitos no comércio, a rigidez institucional do BCE e a opinião do povo inglês.

Em relação à abertura da economia, no caso inglês, em que é grande a dependência de um país em relação ao comércio com o exterior, esta economia pouco ganhou com o mercado único porque tem a possibilidade de beneficiar de relações privilegiadas no comércio com os países da *Commonwealth*.

No Capítulo 3 é aplicada a metodologia necessária para dar resposta às questões atrás descritas, que consiste na análise da intensidade comercial, de modo a obter resultados que permitam avaliar se o comércio bilateral do Reino Unido é mais forte com cada um dos “Out” (Dinamarca e Suécia) e Estados Unidos do que com a Zona Euro, ou não. São também explicados os critérios



de selecção dos países Dinamarca, Suécia, Estados Unidos e Zona euro para o cálculo da intensidade comercial com o Reino Unido.

Por fim, na conclusão desta dissertação, saber-se-á se o Reino Unido faz bem, ou não, em estar fora do sistema euro e se se identificam características de uma Zona Monetária Óptima entre o Reino Unido e a zona euro.

## Capítulo 1 – Teoria das Zonas Monetárias Óptimas

A credibilidade de uma UEM depende, em larga medida, da existência de condições semelhantes entre os países membros, i.e., taxas de inflação semelhantes dentro da área, aceitação total dos objectivos das autoridades monetárias e políticas monetárias coordenadas. Em última instância a divergência de políticas monetárias é o que define moedas distintas. Assim, o estabelecimento de uma União Económica e Monetária tem objectivos políticos mas visa também a obtenção de mais eficiência e competitividade entre os países membros, através da criação de mercados alargados com livre circulação interna de factores de produção. Actualmente, a União Europeia encontra-se na era da UEM mas pode haver (ou não) condições para que seja uma Zona Monetária Óptima. Vejamos o conceito de Zona Monetária Óptima.

### 1.1. Definição e condições para a criação de uma Zona Monetária Óptima

Segundo R. Mundell (1961) uma área monetária óptima é uma zona geográfica dentro da qual se podem manter taxas de câmbio fixas, mantendo-se o equilíbrio externo sem criar desemprego, sendo normalmente menos caro utilizar uma única moeda (do que várias). Afirma também que numa área monetária que compreende diferentes países com moedas nacionais, o nível de emprego nos países deficitários depende do desejo dos países com *superavit* em inflacionar. Mas, numa área monetária que compreende várias regiões e uma só moeda (ou várias com paridade fixa), a taxa de inflação depende do desejo das autoridades centrais de permitirem desemprego nas regiões deficitárias. Ou seja, em qualquer tipo de área monetária é impossível evitar





simultaneamente a inflação e o desemprego no conjunto dos seus membros. Mundell parte do princípio que preços e salários são rígidos à baixa e atribui importância fundamental à mobilidade do trabalho como factor de ajustamento dentro do espaço da zona monetária óptima. Seguindo esta teoria, numa situação em que um desvio da procura de produtos de uma região A para produtos da região B provocasse desemprego na região A, dada a impossibilidade de ajustar salários e, por essa via, os preços (pelo princípio de que preços e salários são rígidos à baixa), o ajustamento poderia ser conseguido pela deslocação de trabalhadores de A para B ou pela desvalorização cambial (o que numa zona de integração monetária é impossível por definição). Este é o exemplo típico de um choque externo sobre a procura de um produto, provocado pela concorrência de preços ou pela mudança dos gostos dos consumidores ou por qualquer outro factor que afecte a oferta de factores de produção.

Mendonça Pinto (1995) dá também o exemplo de duas regiões A e B que produzem e comercializam entre si um mesmo produto, ao mesmo preço, embora os salários e produtividade de A sejam apenas metade dos de B. Supondo que por um efeito de contágio se verifica uma equiparação dos salários nas duas regiões, haverá então um choque externo na oferta em A, pela subida no preço do factor trabalho e do preço do produto, impossibilitando assim as vendas da região A para a região B. Face a este cenário, a possibilidade de restabelecimento do equilíbrio teria que assentar no aumento da produtividade em A (ou na redução dos salários em A para o nível inicial equivalente ao acréscimo verificado no salário, e isto, sem considerar as hipóteses de reduzir a produtividade ou aumentar os salários para o dobro em B). Em alternativa, poderia desvalorizar-se a taxa de câmbio de A relativamente a B,



em 50%, hipótese excluída por definição de uma zona de integração monetária. Pode então deduzir-se que:

- Qualquer subida de salários não sustentada pelo aumento correspondente da produtividade provocará uma diminuição da produção e um aumento do desemprego;
- A integração monetária, com a consequente impossibilidade de ajustamento cambial, obriga à existência de outras possibilidades de ajustamento, nomeadamente a flexibilidade dos preços e salários ou a mobilidade da mão-de-obra;
- Os custos da integração monetária serão tanto maiores quanto menor for a mobilidade dos factores de produção (nomeadamente do trabalho) e maior for a rigidez dos preços e dos salários.

No caso dos choques assimétricos da procura entre 2 países, X e Y, cujos consumidores alterem as suas preferências haverá variações nos preços e no rendimento real dos dois países (segundo o exemplo utilizado atrás para as 2 regiões). Haverá um choque assimétrico com diminuição da procura no país X e crescimento no país Y. A redução da procura no país X faz diminuir o produto e aumentar o desemprego e o subsídio de desemprego, com agravamento das contas públicas. Com a diminuição do produto, as exportações diminuem e o saldo da Balança Comercial deteriora-se. No país Y irá acontecer o inverso: aumenta o rendimento, o emprego, as contas públicas não são afectadas e verifica-se um *superavit* da Balança Comercial. Se o país X não pertencer a uma zona monetária, a autoridade monetária é independente e desvaloriza a sua moeda face à do país Y, de modo a incentivar a procura externa e possibilitar o crescimento do emprego. Se o país X pertencer à mesma zona monetária do país Y já não pode manipular a taxa de câmbio e o ajustamento poderá ser feito através do mercado de trabalho, com diminuição dos

salários no caso de não haver rigidez à baixa dos mesmos. Em alternativa, pode ser usada a mobilidade do factor trabalho: deslocação de mão-de-obra do país X para o país Y, uma vez que a produção do país Y aumentou para satisfazer o consumo. Outra alternativa seria lançar um imposto sobre o consumo no país Y e essa receita ser transferida para o país em recessão o país X — esta última hipótese verificar-se-ia se os dois países pertencessem a uma zona monetária óptima com uma política fiscal capaz de compensar os efeitos perversos de um choque assimétrico.

Pelos exemplos expostos deduz-se que os custos da não utilização da taxa de câmbio são mínimos se houver flexibilidade e mobilidade do factor trabalho ou, no caso mais específico, se houver solidariedade orçamental que permita transferir receita dos países com melhor situação económica para os que estão com dificuldades. No caso da União Europeia, o orçamento comunitário é limitado e não há solidariedade orçamental, pelo que a transferência de receita fiscal para economias com mais dificuldades não corresponde ao que a teoria económica prevê.

A teoria das zonas monetárias óptimas tem sido objecto de aperfeiçoamentos por parte de diversos autores. Fleming (1971) e Corden (1972) afirmam que a inflação pode coexistir com o desemprego e pode existir uma ligação directa, através da inflação, entre a taxa de emprego, o equilíbrio externo e a taxa de câmbio. O cerne desta análise assenta nas teorias de Phillips sobre a relação entre emprego e inflação. Os autores pressupõem que existe uma relação inversa entre as taxas de variação dos salários monetários e o nível de desemprego. Deste modo, a baixos níveis de desemprego correspondem altas taxas de variação dos salários nominais e, inversamente, a altos níveis de desemprego, baixas taxas de variação dos salários



monetários. Parte-se do postulado, geralmente aceite, que o comportamento dos preços num mercado em desequilíbrio tende a assumir o seguinte padrão: a taxa de variação dos preços evolui proporcionalmente ao excesso da procura. Os autores assumem que, apesar das suas especificidades, o mercado de trabalho evidencia desempenhos semelhantes. Assim, a inclinação negativa da curva de Phillips (Samuelson e Nordhaus, 1989) resulta da relação inversa entre procura de trabalho e desemprego, i.e., excessos de procura de trabalho provocarão descidas no desemprego, mas incrementarão a taxa de variação dos salários nominais e assim a inflação. Phillips considerou, no entanto, que esta relação não é linear, postulando que os salários tendem a subir mais rapidamente face de um excesso de procura de trabalho, do que a descer face ao excesso de oferta. Esta abordagem assume que cada país possui uma determinada taxa de produtividade do trabalho que depende, principalmente, da taxa de acumulação do capital, do progresso tecnológico e de outros factores. Daqui resulta que a cada variação na taxa dos salários monetários corresponde uma determinada taxa de variação dos preços internos (esta análise não toma em consideração o impacto da variação nos preços externos na taxa de inflação interna).

A questão que se coloca para esta abordagem é como conseguir um equilíbrio estável entre inflação e desemprego, que seja também consistente com o equilíbrio externo. A eterna questão do equilíbrio e escolha política de prioridades: inflação, desemprego ou salários reais. E esta questão do equilíbrio externo leva-nos a uma outra: a da existência de uma combinação, maximizadora do bem-estar, entre taxa de desemprego e taxa de variação dos salários monetários. As autoridades de cada país podem optar por combinações diferenciadas nas taxas de variação dos salários e do desemprego. A combinação escolhida pode denominar-se ponto de equilíbrio interno. As taxas de câmbio entre dois países membros de uma união monetária

não sofrerão pressões de variação se evidenciarem estruturas de custos e preços nos pontos de equilíbrio interno por eles escolhidos, pressupondo que inicialmente existia equilíbrio externo e que não se verificaram alterações estruturais na procura e na oferta. Ao contrário, se a situação económica interna exigir mudanças na taxa de inflação nos diferentes países da união monetária, como a taxa de câmbio por definição é fixa, alguns países terão de prescindir da sua posição de optimização (entre inflação e desemprego), se quiserem assegurar uma variação uniforme dos custos e assim manter a competitividade. Verificar-se-ão, para alguns países, acréscimos adicionais de inflação ou de desemprego, que não existiriam numa situação de não integração monetária. A perda de produção que representa o acréscimo adicional de desemprego é uma das formas de medir o custo da integração monetária. Do exposto resulta a necessidade de abstenção das autoridades monetárias nacionais, na fixação de objectivos para o binómio inflação – desemprego, para que seja possível o equilíbrio interno global na zona monetária integrada. Esta abstenção seria condição de equilíbrio suficiente se resultasse sempre em diferenças nos salários reais, resultantes de diferentes produtividades, aceitáveis para os países na zona monetária integrada — a competitividade de um país com menor produtividade seria suportada por incrementos menores nos salários reais. No entanto, pode argumentar-se não ser aceitável um crescimento diferenciado de dois países integrados na dita União Monetária. Neste caso, deixaria de ser condição suficiente de equilíbrio a abstenção das autoridades nacionais em fixar objectivos para o binómio inflação/desemprego e seria condição necessária a elaboração de uma política de crescimento simultâneo dos países membros da zona monetariamente integrada.

A teoria das zonas monetárias óptimas é completamente omissa acerca da necessidade de convergência nas taxas de inflação, juro, *deficit* e dívida. Contrariamente, acentua a necessidade de flexibilidade nos salários reais, a mobilidade da mão-de-obra e a integração fiscal e financeira como condições de sucesso na criação de uma zona de integração monetária. Na perspectiva desta teoria, uma União Económica e Monetária (UEM) formada por doze Membros, tal como foi decidido para a União Europeia, não constitui uma zona monetária óptima incorrendo, por isso, em custos de ajustamento. Ou seja, estes países possuem baixo grau de flexibilidade do seu mercado de trabalho para o seu nível de divergência real. Considera-se que o grau de flexibilidade do mercado de trabalho nessas regiões ou países inclui a flexibilidade dos salários reais e a mobilidade do trabalho inter-regional ou internacional e entende-se por divergência real o grau de divergência das taxas de crescimento da produção e do emprego, entre duas ou mais zonas, como resultado de choques assimétricos. O aspecto central desta teoria consiste na afirmação, baseada na experiência, que grandes divergências das tendências da produtividade e do emprego necessitam de maior flexibilidade nos mercados de trabalho se, efectivamente, se deseja formar uma união monetária sem problemas de ajustamento. Sugere, também, que quando países que não satisfazem os critérios enunciados de flexibilidade decidem formar uma união monetária, surgirão problemas macroeconómicos no conjunto da união. Exemplificando: quando um choque assimétrico negativo da procura atingir um ou mais membros da zona integrada, estes exercerão pressão sobre o Banco Central para que este conduza uma política monetária expansionista de ajustamento. Esta pressão será tão mais intensa quanto menor for a flexibilidade dos salários, preços e mobilidade do trabalho nos países, ou regiões, afectados pelo choque negativo da procura. Por outro lado, os países não afectados pelo choque negativo

da procura resistirão à concretização de uma política monetária expansionista na zona. Este choque assimétrico tenderá a provocar conflitos no seio das instituições responsáveis pela condução das políticas económicas da união. No que respeita à integração monetária europeia é de prever, à luz da teoria tradicional das zonas monetárias óptimas, que a cada choque assimétrico os conflitos gerados pelas posições dos diferentes países acerca da pertinência da política monetária se repitam. Assim, na perspectiva desta teoria, a UEM europeia sofrerá uma forte pressão sobre o Banco Central que sentirá dificuldades na implementação de uma política monetária adequada. A teoria das zonas monetárias óptimas afirma a não necessidade de convergência “a priori” das taxas de inflação e juro e das políticas orçamentais, bem como a não necessidade e a não suficiência desta convergência para assegurar o sucesso da integração. Por exemplo, países com diferentes taxas de inflação, antes da entrada no espaço monetário integrado, podem possuir estruturas económicas bastante semelhantes, estando, por isso, relativamente defendidos de choques assimétricos de grande magnitude. As diferentes taxas de inflação podem reflectir somente posições institucionais diferentes face à política monetária. Por outro lado, a convergência da inflação, antes da adesão ao espaço de integração monetária não é suficiente: na óptica desta teoria mais importante é a flexibilização dos salários. Argumentos semelhantes poderiam ser desenvolvidos para os restantes critérios de convergência nominal definidos no Tratado de Maastricht. De acordo com a teoria das zonas monetárias óptimas, os critérios de convergência nominal não são necessários nem suficientes para concretizar com êxito uma integração monetária. No caso da política orçamental, a teoria das zonas monetárias óptimas vai ainda mais longe: afirma que, num cenário de ocorrência de choques assimétricos, a necessidade de manter a convergência nos critérios *deficit* e dívida retirará aos países Membros o último instrumento de política económica capaz de proceder ao



ajustamento. Enunciando com clareza: de acordo com a teoria das zonas monetárias óptimas, os critérios de convergência de Maastricht não são só insuficientes e desnecessários, serão também perigosos para o funcionamento regular da futura integração monetária na Europa.

Pelo exposto deduz-se que numa União Monetária completa, cada Estado-Membro, por si só, deixa de poder manipular a taxa de câmbio ou de influenciar o comportamento da taxa de juro, que passam a ser definidas pelo Banco Central. Os custos de adesão a uma moeda única variam de país para país, consoante o nível de desenvolvimento económico, de política fiscal, do mercado de trabalho e outros factores. Vejamos alguns dos custos e benefícios da moeda única.

## **1.2. Custos e benefícios da moeda única**

Os custos de adesão a uma zona de moeda única têm maior impacto macroeconómico na gestão da economia e os benefícios têm mais efeitos a nível microeconómico. Com a eliminação das diversas moedas e a adopção de uma moeda única, há a expectativa de ganhos de eficiência económica, designadamente, da diminuição dos custos de transacção e da incerteza associada ao risco cambial, e da redução das taxas de juro e de inflação.

A moeda única tem efeitos diferentes relacionados com o grau de abertura dos diversos países: permite eliminar os custos de transacção e da incerteza ligados às operações cambiais e a quebra de custos tende a afectar positivamente o preço dos bens. Com a moeda única, desaparece a incerteza cambial e o prémio de risco nas relações comerciais intracomunitárias, agora expressas





na moeda única, e desce também o risco associado à alteração das taxas de juro que passam a ser mais aproximadas no espaço intracomunitário.

Com a moeda única e a eliminação dos custos de transacção há tendência para a aproximação e transparência dos preços dos bens entre os países, o que favorece as decisões dos agentes económicos. A maior transparência nos preços tende a aumentar a concorrência, e haverá lugar a alguma baixa da inflação, que pode beneficiar os consumidores. A redução da incerteza nos preços aumenta a eficiência na afectação dos recursos e proporciona um aumento do bem-estar, de difícil quantificação. Estudos mais recentes defendem que a especialização e o comércio internacional torna os países que estão em integração mais próximos, o que pode dissipar os efeitos destes choques. Alguns apontam também para que haja um efeito de acréscimo nos fluxos de comércio dentro da União Monetária, no seguimento do estabelecimento de uma moeda única. Os benefícios de uma moeda única podem advir também do facto da moeda comum ser mais utilizada nas trocas internacionais, tornando-se uma moeda mais global, com benefícios adicionais em termos das transacções nacionais e da expansão da indústria financeira na zona euro, bem como da sua capacidade de influenciar a coordenação das políticas a nível mundial.

Os custos podem advir do facto de as estruturas económicas serem diferentes entre os países membros, com diferentes reacções aos choques assimétricos de procura e de oferta. Tal como já foi explicado atrás, se houver consumidores de A com maiores preferências por produtos de B, o desequilíbrio da procura arrasta o produto e o emprego, bem como o saldo da BTC via impacto nas importações. Se houver diferenças nas taxas de crescimento do produto entre os diferentes países da zona, haverá diferenças consequentes no saldo da respectiva balança comercial. Os



custos podem resultar das diferenças entre os países no que respeita às instituições do mercado de trabalho: organizações sindicais fortemente centralizadas (Alemanha) ou intermédias, em que há várias centrais sindicais (Portugal). A existência de uma união monetária não assegura a aproximação entre sindicatos e por isso não têm influência nas actualizações salariais.

As diferenças de produtividade são também um factor determinante para a existência de salários reais díspares no seio da zona monetária. O ajustamento da oferta agregada requer flexibilidade salarial, mobilidade laboral e solidariedade em termos orçamentais entre as regiões, o chamado federalismo fiscal.

Existem outros custos que resultam de os países terem diferentes preferências quanto ao dilema inflação/desemprego (*trade-off* da curva de Phillips). Se os países A e B tiverem preferências distintas sobre inflação e desemprego, no curto prazo podem subsistir essas diferenças mas, no longo prazo, com a moeda única não podem subsistir diferenciais na inflação, caso contrário o país com mais inflação é penalizado com perda de competitividade e perda de bem-estar para a população desse país mais inflacionista. No que respeita a um país membro com taxa de inflação mais elevada, por exemplo a Itália, pode afirmar-se que este país só beneficiará com a integração se o decréscimo da sua taxa de inflação, adoptando a taxa média de inflação da Europa, for maior que o aumento da sua taxa de desemprego. Deste modo, pode também concluir-se que ao país com a taxa de inflação mais baixa, que perde com a integração, só interessará uma adesão, se puder impor condições. Para um país com taxa de inflação baixa, como a Alemanha, a condição de adesão poderá ter sido que o BCE tivesse a mesma escolha para a combinação inflação/desemprego que teria o antigo Banco Central da Alemanha.

### 1.3. Considerandos sobre a Teoria das Zonas Monetárias Óptimas

Muitos autores utilizam a teoria das Zonas Monetárias Óptimas para avaliar os custos e benefícios potenciais da integração monetária. No *discussion paper* nº 590, Jacques Mélitz (1991) propõe que se parta do caso inicial de um espaço monetário pequeno e que se coloque a possibilidade de alargamento desse espaço. Para analisar esta questão, utiliza um modelo em que a dimensão da área da moeda comum é uma variável contínua que oscila de zero (se não há alargamento) a um (quando todas as fontes de trocas comerciais estão incluídas na área da moeda comum). Quando o valor da variável sobe acima de zero (um ou vários países aderiram à zona), a fixação da taxa de câmbio fixa não terá custos se os preços e os salários forem perfeitamente flexíveis, mas, no curto prazo, a inércia dos preços e dos salários enfraquece o ajustamento da taxa de câmbio real e dá origem a custos, por duas vias distintas. Em primeiro lugar, cada país só pode ajustar os termos de troca intra-zona através da alteração de preços e salários; no entanto, pode minimizar os custos desse ajustamento escolhendo parceiros comerciais geograficamente próximos e com uma estrutura industrial semelhante. Em segundo lugar, no longo prazo, a necessidade de equilibrar a balança comercial de cada país membro e da zona monetária como um todo, exige um esforço de ajustamento para cada país membro, em termos de variações na taxa de câmbio real, que estes não teriam de fazer se tivessem permanecido fora da união monetária. Estes custos de ajustamento podem ser minimizados se os países participantes na referida zona monetária tiverem uma estrutura semelhante em termos de propensão à poupança e de factor de produtividade, de longo prazo. Atendendo a que o impacto destes custos é difícil de avaliar e os choques respectivos são pouco frequentes, Mélitz assume a importância da flexibilidade de preços e salários e da homogeneidade das estruturas comerciais que considera determinantes para a adesão de novos



países membros à união monetária. Méltiz considera que esta análise tem três implicações, a saber.

1. Nem todos os choques assimétricos são contrários à união monetária: se os produtos exportáveis de um país forem semelhantes aos dos seus vizinhos geográficos, é menor a propensão de a sua produção estar mal avaliada, a preços desajustados.
2. O critério de uma Zona Monetária Óptima ser uma região com uma única curva de Phillips de longo prazo perde muito da sua acutilância com o abandono do *trade-off* entre desemprego e inflação no longo prazo, a favor da flexibilidade dos preços. Não há dúvida que a mobilidade laboral favorece o estabelecimento de uma taxa fixa e o mesmo acontece com a mobilidade de capitais e a flexibilidade de preços no curto prazo.
3. A única decisão que o governo de cada país pode tomar, de modo unilateral, é indexar a sua taxa de câmbio. O estabelecimento de uma Zona Monetária Óptima exige uma acção concertada e, habitualmente, a decisão do país aderir à UEM, em questão, é determinada, desde o início, por considerações não monetárias. Embora a aplicabilidade desta abordagem a potenciais uniões monetárias já existentes no mundo real esteja circunscrita por considerações económicas e políticas mais vastas, Méltiz sustenta que o alargamento progressivo de uma determinada unidade política com vista a estabelecer uma zona monetária mais ampla colhe mais consenso que os argumentos comuns de que aquela de a maioria dos países serem demasiado pequenos para formarem Zonas Monetárias Óptimas individuais.

Frankel, no seu *Paper* “Euroland not the best Optimum Currency Area but Monetary Unions now work better”, considera que as transições de cada moeda nacional para o euro, efectuadas em



Janeiro de 1999, foram um sucesso. A aceitação do euro como segunda moeda internacional foi também muito bem sucedida. A contribuição da UEM para a integração da Europa tem sido efectuada de modo satisfatório nos mercados monetários e nos mercados de valores mobiliários e bancário. Uma nota negativa deste processo de transição verificou-se nos dois primeiros anos após a emissão do euro, em que não houve uma ligação directa entre a utilização internacional do euro e o seu valor no mercado cambial. Frankel aponta algumas críticas à forma como o BCE tem vindo a fazer o seu trabalho e refere o *deficit* democrático, a falta de transparência e a necessidade de esta Instituição “falar a uma só voz”. Frankel considera que muitos economistas americanos conservam algum cepticismo sobre a UEM. É verdade que a União Europeia tem mais dificuldade em satisfazer os critérios da Teoria das Zonas Monetárias Óptimas do que os diversos Estados dos Estados Unidos. Por exemplo, não obstante a existência de diferentes oportunidades de emprego, para os trabalhadores não será fácil deslocarem-se da Itália para Portugal, pelo que pode ser economicamente oneroso para estes dois países terem de partilhar uma política monetária comum.

No entanto, as uniões monetárias são cada vez mais aceites. Num trabalho de investigação, Frankel e Andrew Rose concluíram que as uniões monetárias estimulam o comércio e, a longo prazo, o crescimento. As suas estimativas sugerem que se a Polónia adoptar o euro, o seu comércio com os países da UEM poderá eventualmente triplicar, e a sua abertura comercial duplicar, com um impacto de 20% de acréscimo no seu rendimento *per capita*. O inconveniente da adesão polaca ao euro reside na perda de qualquer possibilidade de utilizar a política monetária como instrumento de estabilização macroeconómica. Por outro lado, com o acréscimo esperado do comércio entre os membros da união monetária e a sincronização dos ciclos, diminui a necessidade de políticas monetárias independentes.



No entanto, a decisão de cada país a favor da adesão a uma Zona Monetária Óptima exige uma acção concertada que é geralmente determinada por considerações não monetárias. Apesar da União Europeia estar actualmente numa fase de integração designada por união económica e monetária, existem ainda muitos obstáculos à total mobilidade da mão-de-obra, pelas mais diversas razões, a exemplo da burocracia, do distanciamento geográfico, das diferenças linguísticas e culturais, e do não reconhecimento mútuo de qualificações técnicas e profissionais, entre outros. A resolução dos problemas a nível dos diferentes estados membros nem sempre coincide com a teoria: as economias mais desenvolvidas têm processos de trabalho muito intensivos em capital e tendem a evoluir através da introdução de melhorias tecnológicas que não resolvem o problema do desemprego. A mobilidade da mão-de-obra inter-países na União Europeia é pouco significativa e a tendência residual para a mobilidade da mão-de-obra verifica-se somente nos sectores mais qualificados (Mantel, 1993).

A livre circulação de capitais pode também ser uma alternativa à mobilidade da mão-de-obra, mas, geralmente, o fluxo tende a dirigir-se para países (ou regiões) que geram retorno de rendimentos mais elevados e pode ter efeitos perversos, quando as indústrias que servem o mercado interno se aglomeram em áreas que favorecem externalidades, com localizações fechadas para clientes e *experts*.

Além do mais, a integração fiscal é limitada e o orçamento comunitário é muito pequeno e não compensa as economias mais fracas através de transferências orçamentais comunitárias.



## 1.4. Teoria das Zonas Monetárias Óptimas — o caso do Reino Unido e da Zona Euro

A 1 de Janeiro de 1999, deu-se início à 3ª fase da UEM, tendo então o euro passado a ser a unidade monetária dos países da Zona euro. A partir desta data, o Sistema Europeu de Bancos Centrais, constituído pelo Banco Central Europeu e pelos Bancos Centrais nacionais dos estados-membros, passou a ser a entidade responsável pela definição e implementação da política monetária da área do euro, definida e executada em euros. Por memória, a 1 de Janeiro de 2002, entraram fisicamente em circulação as notas e moedas denominadas em euros. Ao mesmo tempo, iniciou-se o período de retirada das notas e moedas nacionais, que terminou em 28 de Fevereiro de 2002. A partir daí, só o euro tem curso legal nos países da área do euro.

Entretanto, um inquérito conduzido pelo *Economist* — e referido por Michael Artis, no seu *Paper* “The UK and the Eurozone”— refere que, em Abril de 1999, 64% dos economistas (académicos) eram a favor da adesão do Reino Unido ao euro: entre os “macroeconomistas” a percentagem ascendia a 67%, enquanto entre os economistas “monetários” (monetaristas?) a percentagem descia para 50%. A opinião pública mantinha-se céptica sobre esta temática da adesão do Reino Unido ao euro.

A posição inicial do Tesouro inglês não favorecia a abordagem dos teóricos da zona monetária óptima e os sucessivos desenvolvimentos desta teoria, embora reconhecesse que esta teoria colhe alguns argumentos motivadores, designadamente, que a utilidade de uma moeda aumenta com o alargamento da sua zona de aceitação e, deste ponto de vista, o mundo seria a Zona Monetária Óptima por excelência. Mas, ter uma moeda única implica definir uma política monetária única e, atendendo a que diferentes áreas do planeta vivenciam choques

distintos, manter políticas monetárias independentes é uma mais-valia para a estabilização das respectivas economias locais. Além disso, diferentes moedas correntes estabelecem as correspondentes taxas de câmbio entre si e as flutuações cambiais entre essas moedas ajudam a absorver os choques — o que está de acordo com os princípios enunciados por Mundell (1961). Por outro lado, o princípio da mobilidade do trabalho como meio de absorver certos choques, inicialmente previsto por Mundell, foi posteriormente substituído pela flexibilidade do mercado interno, mais adaptada à realidade do mercado de trabalho actual.

Uma das abordagens mais interessantes para a análise da adesão de um país a uma zona monetária foi apresentada em 1990, por Krugman, por ocasião de uma conferência no CEPR – Banco da Grécia. No *paper* de suporte à conferência é apresentado um gráfico que exemplifica uma análise custo-benefício para um país que pretende aderir a uma zona monetária com um grupo de países. O dito gráfico está representado na figura 1: os custos/benefícios expressos em percentagem do Produto Nacional Bruto (PNB) colocam-se no eixo vertical, enquanto o eixo horizontal representa a integração comercial — o grau de abertura da economia expresso pelo valor do comércio do país com esses potenciais parceiros da união monetária (importações + exportações em % do PNB, como medida de abertura convencional).

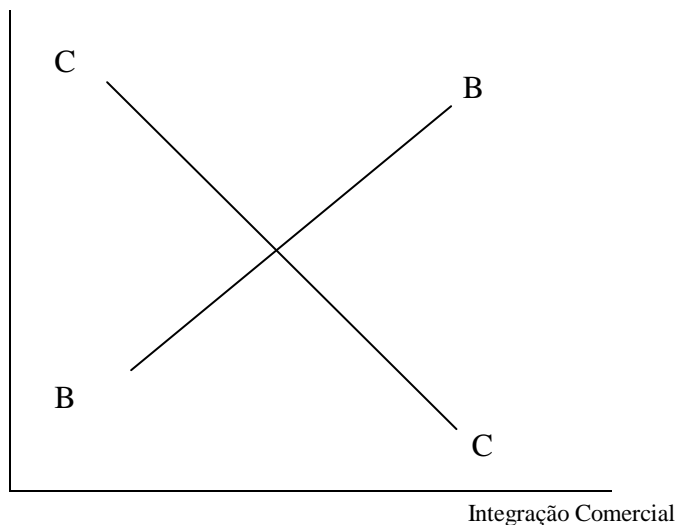
Atendendo a que a utilidade da moeda aumenta com o alargamento da sua zona de aceitação, esperar-se-ia um acréscimo de benefícios com o aumento do comércio (o que seria expresso no declive ascendente da curva BB). O custo da adesão à união monetária seria a perda da possibilidade de utilizar uma política monetária independente para fazer face a choques assimétricos ou de alterar a taxa de câmbio para absorver os ditos choques. Neste contexto, a



curva CC deslocar-se-ia tanto mais para a direita quanto mais numerosos fossem os choques que essa economia tivesse de enfrentar (e para a esquerda no caso inverso).

Figura 1 – Análise custo-benefício no caso de adesão de um país a uma união monetária.

Benefícios (B), Custos (C)



Mackinnon adianta que quanto maior for o volume de comércio que o país faça com os parceiros comerciais, menor será a necessidade de alterar a taxa de câmbio face a esses países. Isto pode parecer diferente do expectável mas Mackinnon argumenta que quanto mais o cabaz dos salários for composto por bens transaccionáveis com o exterior, mais a desvalorização da taxa de câmbio tenderá a provocar aproximação de salários e preços, no sentido da subida, que compense o efeito inicial da desvalorização cambial.

A mensagem do gráfico anterior é simples: se as trocas comerciais do país com os parceiros potenciais se situarem à direita do ponto de intersecção das curvas BB e CC, os benefícios da adesão do país à união monetária serão superiores aos custos. No caso de as trocas comerciais do país com os parceiros potenciais se situarem à esquerda do ponto de intersecção das curvas BB e CC, os custos são superiores aos benefícios e, nesta última situação, a adesão não é aconselhável em termos estritamente económicos.



Dois aspectos importantes podem retirar-se da utilização deste diagrama. Atendendo a que a curva BB refere somente os benefícios económicos, pode também colocar-se a hipótese de considerar os benefícios/desvantagens políticos decorrentes da adesão. Por exemplo, a perda do benefício da independência ("soberania") poderia expressar-se através do abaixamento da curva dos benefícios, o que tende a enfraquecer a decisão de aderir à união monetária.

A visão geral de haver mais moedas no mundo que a situação óptima pode simplesmente reflectir argumentos do valor de "soberania" e da supremacia de argumentos políticos face aos económicos, o que não invalida a utilidade da Teoria das Zonas Monetárias Óptimas na análise do custo/benefício económico de uma decisão política de adesão a uma Zona Monetária. Além disso, é notório que os pequenos países tendem a ser mais abertos ao exterior (comércio externo em % do PNB) que os grandes países e, neste caso, os países mais pequenos deveriam ser mais favoráveis à possibilidade de adesão a uma união monetária (ou a acordos cambiais equivalentes).

Considerando agora as aplicações empíricas da Teoria das Zonas Monetárias Óptimas ao caso particular do Reino Unido e da zona euro, o principal interesse tem incidido nos custos (curva CC). O Reino Unido realiza uma larga fatia do seu comércio com os parceiros potenciais da UEM pelo que tem havido pouca necessidade de discutir a curva BB em termos empíricos. Grande parte da pesquisa efectuada sobre esta matéria foi dedicada à identificação dos ciclos económicos no Reino Unido e nos países da União Europeia e à tentativa de identificar os choques que orientam esses ciclos. Muitas vezes as conclusões dessas pesquisas têm sido negativas, reflectindo o facto de o ciclo económico do Reino Unido ser assíncrono com o ciclo económico da maior parte dos países da União Europeia (aspecto que será analisado com mais detalhe no próximo capítulo). No



entanto, entre os novos desenvolvimentos da teoria das Zonas Monetárias Ótimas há quatro merecem uma atenção particular:

- a) Taxa de câmbio — Há uma dúvida crescente sobre a eficácia da utilização de alterações da taxa de câmbio como meio de absorver os choques assimétricos: se estas dúvidas se confirmarem, diminuem os custos de abandono da moeda nacional e, neste caso, a curva CC deslocar-se-á para a esquerda. Esta dúvida foi levantada por monetaristas (Friedman, 1953) e keynesianos (Meade, 1995) e reforçada pela evidência de "contágio" nas crises cambiais. Ainda assim, pode sempre sustentar-se que o comportamento da taxa de câmbio da libra esterlina foi racional face à especulação sobre os fundamentais da economia britânica. O exemplo do *crash* de 1992 pode interpretar-se como um julgamento racional do mercado face ao comportamento do *Bundesbank*. Em contrapartida, o cepticismo relativamente ao bom comportamento da taxa de câmbio da libra esterlina pode reforçar-se com a forte apreciação da moeda britânica a partir de 1997 (considerada indesejável pelo Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra). Willem Buiter (2000) considera que a flexibilidade cambial é uma fonte de choques e instabilidade, tanto ou mais que um mecanismo de resposta a choques externos. Cobman (2002) apoia a ideia de que durante um longo período de tempo a taxa de câmbio libra esterlina se desviou do seu valor de equilíbrio.
- b) Efeito positivo desencadeado pelas uniões monetárias *ex post* — Os critérios da Zona Monetária Ótima podem ser "endógenos" e podem ser mais facilmente satisfeitos *ex post* que *ex ante*. Ou seja, a adesão a uma união monetária aumenta o comércio e este acréscimo das trocas comerciais conduz ao declínio da incidência de choques assimétricos, pelo que a curva BB se desloca para a direita (aumento do comércio) e a

curva CC move-se para a esquerda (diminuição dos choques assimétricos). Frankel e Rose (1997) favorecem este argumento com a demonstração do forte efeito positivo desencadeado pelas uniões monetárias sobre o comércio.

- c) Integração financeira — A união monetária tende a diminuir o risco cambial e estimula a integração financeira da área, o que facilita a partilha de riscos. Assim, mesmo que o padrão de choque sobre o *output* permaneça, o acesso a um mercado de capitais à escala da União deverá permitir que os agentes económicos diversifiquem a aplicação das suas poupanças, baixando o risco, e, mais uma vez, a curva CC desloca-se para a esquerda no diagrama.
- d) Enquadramento político favorável — Os países podem querer aderir a uma união monetária se esta oferecer um enquadramento político mais eficiente. Em termos do diagrama, este argumento pode ser visto como uma deslocação da curva BB para cima: um bom enquadramento político dá transparência e meios de monitorização das políticas, o que agrada aos agentes económicos e torna a conjuntura económica mais estável, com benefícios para o investimento e o crescimento do produto.

Face ao exposto, o Tesouro britânico solicitou um estudo de diversos aspectos relacionados com os ciclos económicos do Reino Unido e da União Europeia e os últimos desenvolvimentos da Teoria das Zonas Monetárias Óptimas, que iremos apresentar no próximo capítulo.

Em breve:

1. A Teoria das Zonas Monetárias Óptimas acentua a necessidade de flexibilidade nos salários e nos preços e a mobilidade do trabalho, como condições necessárias à existência de áreas óptimas de integração monetária. É de realçar que esta teoria é completamente omissa acerca da necessidade de critérios de convergência nominal, como os definidos, em Maastricht, pela UE.
2. Analisada na perspectiva desta teoria, uma UEM de doze Membros é demasiado heterogénea economicamente para poder ser considerada uma zona monetária óptima. Em resultado de hipotéticos choques assimétricos num ou mais membros, as pressões contraditórias sobre o BCE serão quase inevitáveis.
3. Utilizando a nova visão da problemática da integração monetária na análise do critério de convergência nominal da taxa de inflação, pode concluir-se que este, só por si, não fornece qualquer garantia de, no futuro, os membros da União continuarem a exercer preferência pela estabilidade dos preços.
4. Parece razoável concluir que a transição para União Monetária deveria ter-se centrado mais na convergência real e menos na convergência nominal: apenas estruturas produtivas com *performances* relativamente idênticas podem garantir, a longo prazo, a estabilidade monetária.
5. Os critérios de convergência, estabelecidos pelo Tratado da União Europeia e reforçados pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, são critérios de convergência apenas nominal, que não têm em consideração os diferentes graus de desenvolvimento que caracterizam os países europeus da UEM. Estes critérios parecem ter tido como principal objectivo a



selecção dos países dispostos a aceitar um futuro BCE muito parecido com o *Bundesbank*, nas suas opções monetárias.

6. Os benefícios de adesão a uma moeda única têm maior impacto microeconómico: há a expectativa de ganhos de eficiência económica por diminuição dos custos de transacção e da incerteza associada ao risco cambial, por redução das taxas de juro e da taxa de inflação.
7. Os benefícios podem advir também do facto da moeda comum ser mais utilizada nas trocas internacionais, tornando-se uma moeda mais global, com benefícios adicionais em termos das transacções nacionais e da expansão da indústria financeira na zona euro, bem como da sua capacidade de influenciar a coordenação das políticas a nível mundial.
8. Os custos associados à participação numa zona de moeda única têm maior impacto macroeconómico, na gestão da economia, e têm a ver sobretudo com a perda da possibilidade de usar a política monetária e cambial como meio de influenciar o nível interno do binómio desemprego/inflação.
9. Na década de 90 do século passado, a posição do Tesouro inglês não favorecia a abordagem dos teóricos da zona monetária óptima e os sucessivos desenvolvimentos desta teoria, embora reconhecesse que esta teoria colhe alguns argumentos motivadores relacionados com o acréscimo dos benefícios comerciais derivados do alargamento da zona de aceitação de uma moeda única.
10. Em 1990, Krugman, por ocasião de uma conferência no CEPR-Banco da Grécia, apresentou uma abordagem inovadora em termos da análise custo-benefício, que exemplifica num gráfico a posição relativa de um país que pretende aderir a uma zona monetária com um grupo de países.



11. Face a argumentos recentes, que questionam a eficácia da taxa de câmbio como meio de absorver os choques, e que afirmam a união monetária como meio de diminuição do risco cambial e de estabelecimento de um enquadramento político estável, o Tesouro pode voltar a analisar os últimos desenvolvimentos da Teoria das Zonas Monetárias Óptimas.

## **Capítulo 2 — Considerações sobre a permanência do Reino Unido fora da Zona Euro**

Em 2006, no Paper “The UK and the Eurozone”, Michael Artis opina que a participação numa união monetária não é só uma questão de economia, mas também uma questão política. Em matéria de adesão ao euro, a política dos sucessivos governos ingleses tem mantido algumas ironias flagrantes. Em 1997, depois do Governo Trabalhista chegar ao poder, havia uma forte intenção pró-europeia da parte do Reino Unido. A decisão de aderir ao euro teria de partir de uma avaliação da economia, após estudos aturados do Tesouro inglês, devendo a decisão final ser submetida ao referendo dos súbditos britânicos.

### **2.1. Estudo realizado pelo Tesouro inglês**

O Tesouro solicitou diversos estudos para rever e actualizar os trabalhos académicos anteriores e construir um modelo que incorporasse as diversas vertentes da adesão britânica ao euro. Publicou inclusivamente uma lista de estudos, com particular incidência para cinco de entre eles — a convergência, o mecanismo de transmissão monetária, o papel da taxa de câmbio no ajustamento macroeconómico, o comércio e cenários das políticas e opinião pública —, que iremos explicitar de seguida.



## A Convergência

No que respeita à convergência, foi actualizado o estudo dos ciclos económicos da economia britânica e dos seus principais parceiros potenciais. Apesar da manutenção das orientações do comércio internacional, a experiência dos ciclos económicos britânicos pareceu estar mais desalinhada com a dos seus homólogos continentais, mas de modo muito menos evidente que no passado. Um estudo de 1999 tinha mostrado que o *gap* das taxas de juro de curto prazo entre o Reino Unido e a zona euro era relativamente grande e a simulação deu um maior crescimento do produto e da inflação britânicos na hipótese de adesão à união monetária, face ao cenário de permanência fora da zona euro. No entanto, a experiência recente parece indicar que a globalização está a avançar mais rapidamente que o processo de europeização (Artis, 2003 e Bovi, 2003). Outra constatação foi a de que os ciclos económicos diminuíram de amplitude, no Reino Unido e noutros países, i.e., mesmo com uma sincronização menos perfeita, são menores as distâncias entre os países em diferentes pontos dos seus ciclos, o que sugere ser menor o potencial de desadaptação de uma política monetária comum. O prémio colocado na convergência e estabilidade é elevado e talvez não esteja totalmente explicado, como argumentam Cottarelli e Escolano (2004).

Aspectos pertinentes são evidenciados no próximo quadro, que mostra as correlações dos desvios cíclicos do produto (produto nacional bruto) das economias (França, Alemanha, Itália, Reino Unido, União Europeia a 15, Estados Unidos e Canadá) no período de 1970-2001.

### Quadro da correlação cruzada dos desvios cíclicos, 1970-2001

	França	Alemanha	Itália	Reino Unido	UE15	Estados Unidos	Canadá
França	<b>1</b>	0,65	0,65	0,59	0,82	0,41	0,41
Alemanha	0,65	<b>1</b>	0,64	0,43	0,84	0,56	0,35
Itália	0,65	0,64	<b>1</b>	0,43	0,81	0,36	0,48
Reino Unido	0,59	0,43	0,43	<b>1</b>	0,68	0,65	0,50
UE15	0,82	0,84	0,81	0,68	<b>1</b>	0,62	0,50
Estados Unidos	0,41	0,56	0,36	0,65	0,62	<b>1</b>	0,72
Canadá	0,41	0,35	0,48	0,50	0,50	0,72	<b>1</b>

As séries trimestrais foram extraídas das estatísticas do Fundo Monetário Internacional e os estudos econométricos foram efectuados em 2002, por Artis, Marcellino e Proietti, com recurso à aplicação do filtro Hodrick-Prescott. Os resultados obtidos indicam que o ciclo económico do Reino Unido é relativamente mais sincronizado com o dos Estados Unidos (0,65), embora as diferenças relativamente à União Europeia a 15, sejam limitadas. Mais importante, os três grandes países europeus da UE a 15 (França, Itália e Alemanha) estão mais alinhados entre si do que com os Estados Unidos, o que não acontece com o Reino Unido que é mais alinhado com os Estados Unidos do que com qualquer outro dos três grandes parceiros comunitários.

Ao longo do tempo tem havido alterações significativas nas correlações relativas. Recorrendo a dados adicionais verifica-se a tendência das grandes economias europeias do continente para oscilarem em conjunto e a propensão do Reino Unido para seguir os Estados Unidos. Outro aspecto notório é a aproximação de todos os ciclos à medida que surge o fim do período, reflectindo a natureza globalmente síncrona da experiência recente dos ciclos (“a crise quando chega é para todos”, dir-se-ia num comentário apressado à realidade de 2008). A diminuição da amplitude dos ciclos complementa o acréscimo de sincronização dos desempenhos das economias. Os dados adicionais e o respectivo tratamento vem apoiar a tese do Tesouro de que a



convergência com a União Europeia aumentou, mas o passado é de divergência, pelo que a sustentabilidade da boa tendência recente não está ainda completamente assegurada.

## **O mecanismo de transmissão monetária**

Um meio de equacionar o comportamento da economia, o seu ciclo económico e os efeitos da política é pensar no início dos choques e na sua propagação na economia. A duração e a amplitude do ciclo económico dependem da estrutura dos mercados (financeiros, bens e trabalho) e da política. As diferenças de comportamento dos ciclos dos diferentes países podem dever-se às diferenças nos mecanismos de transmissão e a eventuais desfazamentos no início dos choques. O Tesouro observou que as respostas a alterações nas taxas de juro nominais ("mecanismo de transmissão monetária") diferem nas economias da Zona Euro e do Reino Unido. Não é invulgar tratar essas diferenças de desempenho como contribuindo para um choque assimétrico, na presença de uma variação na taxa de juro comum. À primeira vista parece óbvio que na presença de mecanismos de transmissão assimétricos, uma política monetária comum será uma fonte de problemas. A posição do Tesouro enfatiza esta questão com uma referência específica às diferenças na forma de financiamento à habitação, no Reino Unido e nas economias da Zona Euro, mas é perfeitamente defensável argumentar-se que tal ênfase não faz sentido.

Muitas das características que contribuem para as diferenças no mecanismo de transmissão monetária têm impacto similar no mecanismo de propagação de qualquer choque inicial. Por exemplo, a rigidez nos mercados de trabalho pode contribuir para a manutenção de um choque já existente e, de igual modo, essa rigidez dificulta a resposta a um choque monetário. São as duas faces da mesma moeda: o Banco Central Europeu só responde a choques comuns e os choques assimétricos de cada membro são deixados para as políticas nacionais (fiscal e outras), pelo que

as diferenças entre países no que respeita aos mecanismos de transmissão monetária não deveriam ser apenas tolerados, mas antes bem-vindos como meio de compensação das diferenças que prevalecem na propagação dos mecanismos de combate aos choques. Em certa medida, as diferenças no mecanismo de transmissão monetária podem ser exageradas enquanto fonte de dificuldade. Mesmo assim, na avaliação do Tesouro a notação de risco mais elevada vai para as diferenças entre as economias no modo de financiamento do mercado imobiliário, embora esta notação de risco possa ser vista à luz do choque positivo que o Reino Unido teve no passado recente, face ao qual uma mudança para taxas de juros mais baixas poderia ser encarada como inadequada, podendo esta questão ser encarada como um problema transitório como admitem Cottarelli e Escolano (2004).

### **A taxa de câmbio no ajustamento macroeconómico**

O Tesouro dá grande relevo ao argumento de que a taxa de câmbio é destabilizadora e defende com veemência uma posição oposta: se a taxa de câmbio for um bom estabilizador deverá afastar-se do seu valor de equilíbrio para responder às circunstâncias. A análise SVAR (Structural Vector Autoregression), aplicada à evolução cambial da libra nos últimos anos, sugere que a taxa de câmbio não tem sido desestabilizadora mesmo não tendo sido necessariamente um bom estabilizador. Artis e Ehrmann (2004) mostraram que o Reino Unido é um candidato indiferente na adesão à união monetária: a política monetária é importante e os choques são assimétricos face aos parceiros do euro. Porém, a taxa de câmbio por si só não é útil para estabilizar a economia e parece seguir o seu caminho próprio (“dança a sua própria melodia”).

## O Comércio

A estimativa inicial de Rose (2000) acerca do impacto da união monetária sobre o acréscimo do comércio (de 300% a 400%) foi reduzida a proporções mais modestas em estudos posteriores (alguns do próprio Rose). O problema de base parece ser a falta de uma teoria clara sobre esta matéria, combinada com a ausência de exemplos históricos relevantes. Em diversos estudos de Rose as uniões monetárias identificadas envolvem países pequenos e pobres. Um dos casos "representativos" disponíveis é o do Reino Unido, com a retirada da Irlanda da união monetária com o Reino Unido, quando este entrou no Mecanismo de Taxas de Câmbio. Walsh e Thom (2001) concluíram que a retirada da Irlanda não fez qualquer diferença nas trocas comerciais com o Reino Unido. O estudo do Tesouro sugere um acréscimo de 50% no comércio, decorrente da participação na união monetária, embora esta estimativa seja discutível. Os dados utilizados foram de quatro anos de União Económica e Monetária e o efeito referido é detectável apenas após condicionado a uma série de variáveis económicas. Os efeitos consideráveis apontados por Rose podem ser resultantes de outros factores para além da moeda comum — por exemplo, da política comercial comum, regulamentação de transportes e outros aspectos importantes — por a UEM completar a "realização do mercado único", algo para além da moeda comum, com efeitos num prazo mais longo. O efeito do comércio é importante pela ligação deste ao reforço do crescimento do produto, que o Tesouro estima em 0,3% a 1% de cada ponto percentual de acréscimo no rácio comércio/PIB. Estes impactos são dilatados no tempo ou as estimativas citadas estarão muito inflacionadas porque o efeito de crescimento do euro ainda não é óbvio no desempenho actual das economias da zona euro.

## Cenários das políticas, opinião pública e conclusões deste estudo

O Tesouro britânico orgulha-se do enquadramento da política fiscal e monetária britânicas, frequentemente citadas como caso exemplar, benéfico para o crescimento. Alguns apontam o Pacto de Estabilidade e Crescimento como podendo ter um efeito pernicioso para o quadro político do euro. Outros acrescentam que o Banco Central Europeu tem de lidar, sem grande força, com o choque deflacionário comum na Zona euro desde 2000, que agrava a pressão sobre a componente fiscal (Artis e Allsopp, 2003). Artis recorre aos quadros seguintes onde se pode observar a *performance* económica do Reino Unido, no período 1970-2003 e de outras grandes economias.

### Desempenho económico do Reino Unido e dos seus parceiros

<b>Inflação</b>	1970-1980	1980-1990	1990-2003	1998-2003
Reino Unido	12,63	7,44	3,31	2,38
França	8,91	7,38	1,88	1,42
Alemanha	4,89	2,91	2,14	1,38
Itália	12,33	11,20	3,70	2,35
Canadá	7,38	6,51	2,31	2,17
Estados Unidos	7,10	5,55	2,87	2,30

<b>Crescimento do Produto (em %)</b>	1970-1980	1980-1990	1990-2003	1998-2003
Reino Unido	2,45	2,38	2,20	2,61
França	3,94	2,04	1,82	2,46
Alemanha	2,94	1,79	1,80	1,29
Itália	3,65	2,38	1,48	1,54
Canadá	4,28	3,05	2,63	3,71
Estados Unidos	3,61	3,08	2,87	2,96

<b>Taxa de Desemprego</b>	1970-1980	1980-1990	1990-2003	1998-2003
Reino Unido	3,77	9,71	7,32	5,54
França	3,89	9,10	10,46	9,83
Alemanha	1,43	5,17	8,24	8,05
Itália	4,68	8,44	10,34	10,27
Canadá	6,68	9,38	8,91	7,53
Estados Unidos	6,21	7,28	5,58	4,87

*Fonte: Fundo Monetário Internacional e OECD Economic Outlook*

A inflação no Reino Unido é um pouco mais elevada no período desde 1998, do que tem sido nos grandes países da Zona euro. No mesmo período, o crescimento do produto tem sido consideravelmente mais elevado e o desemprego acentuadamente menor no Reino Unido que em países da zona euro. Acima de tudo, a adesão do Reino Unido à zona euro significaria a perda de um enquadramento político bom (ou muito bom), que se iria trocar por outro inconsistente e dúbio.

A opinião pública no Reino Unido tem permanecido muito céptica acerca dos méritos de adesão ao euro. Esta resposta negativa da opinião pública britânica à adesão do Reino Unido ao euro aparece reflectida numa sondagem cujos resultados a seguir se referem. Nas diversas sondagens efectuadas no Reino Unido acerca da possibilidade de adesão do país ao euro, as respostas de "não sabe" são bastante numerosas, o que deixa um motivo de esperança para os entusiastas do Euro, de que uma campanha sustentada do governo venha a melhorar o resultado no sentido da adesão. Pelo menos em 2000 e 2001, muitas pessoas esperavam que o Reino Unido fosse membro da zona euro nos 10 anos seguintes. O levantamento mais detalhado sobre a opinião dos empresários foi disponibilizado em 1999 e apenas 49% das empresas inquiridas (ponderada pelo

emprego) se manifestou a favor da adesão ao euro. Como já foi dito anteriormente, 64% dos economistas (académicos) era a favor da adesão ao euro, com a opinião favorável de 67% dos macroeconomistas e de 50% dos economistas monetaristas.

A avaliação global negativa do Tesouro não é o fim do assunto e tem sido sugerido que o Reino Unido poderá optar por uma solução semelhante à do Canadá face aos Estados Unidos — flutuar paralelamente com uma grande união monetária. Esta solução deve-se ao facto de o cenário político do Reino Unido ser superior ao que prevalece na zona euro e porque os objectivos de crescimento do produto, desemprego e inflação do Reino Unido são fortemente favoráveis à manutenção da situação actual. Nesta base, o cenário "Solução Canadá" parece tentador.

## **2.2. Os ingleses euro-optimistas e os euro-cépticos**

No *paper* "Economic and Non-Economic Aspects of EMU: The UK's Economic Policy Choices" (1977), Martin Wolf apresenta diversos aspectos sobre a adesão do Reino Unido à União Económica e Monetária:

- a conjuntura económica britânica estava numa posição cíclica diferente face à dos outros países europeus;
- a libra esterlina estava sobrevalorizada e nenhum governo britânico queria aderir à UEM nestas circunstâncias;
- ao contrário da Europa Continental, os mutuários do Reino Unido estão fortemente expostos a taxas de curto prazo, pelo que as variações nas taxas de curto prazo do Banco Central Europeu iriam afectar desproporcionalmente a economia britânica.





Em face destas questões, o Reino Unido teria duas opções: aderir e adoptar o euro mais tarde (quando este já estivesse em circulação) ou então não aderiria. Segundo Wolf, a primeira opção estaria fora de questão, por razões conjunturais e porque o público britânico não tinha sido politicamente preparado para a adesão. Wolf pensava que a segunda opção, de não adesão, seria a preferida do primeiro-ministro Blair.

Para o Reino Unido aderir à União Económica e Monetária, o governo teria de passar por três etapas:

- i. aumentar os impostos para reduzir o seu *deficit* estrutural,
- ii. tomar medidas para fomentar empréstimos de longo prazo; e
- iii. trazer de volta a libra esterlina para um valor mais razoável.

Para Wolf os requisitos citados apontavam "esperar para ver" como a melhor estratégia.

Alguns teóricos cépticos levantaram a questão de saber se uma união monetária é sustentável sem uma união política. Esta pode ser uma falsa questão dos que criticam falta de união política porque não querem qualquer União Económica e Monetária. Outra das questões suscitada tinha a ver com o facto de haver autoridades fiscais nacionais diferentes. Já na altura, de acordo com as correlações implícitas das taxas de câmbio futuras baseadas em opção de preços — uma técnica desenvolvida no Banco de Inglaterra — os mercados comportavam-se de forma que a União Económica e Monetária iria acontecer dentro do prazo, e incluía a Itália, a Espanha e Portugal mas não o Reino Unido.

O Professor Willem Buiter — no *paper* “The risk of Being outside: Britain and EMU” —colocou várias questões a propósito da não-adesão do Reino Unido, que a seguir explicitamos: A União Económica e Monetária vai ser um sucesso?; o Reino Unido vai aderir e em caso afirmativo,



quando? E quais são os custos para o Reino Unido por não estar na “primeira vaga”, tanto para o Reino Unido como para os membros da União Económica e Monetária?

### **A União Económica e Monetária poderá ser um caso de sucesso?**

A União Económica e Monetária irá certamente sobreviver, a única restrição pode ser a percepção popular de que o Banco Central Europeu não tem legitimidade política. O Banco Central Europeu terá de aprender que a independência, longe de ser incompatível com a abertura e responsabilização, não pode, numa sociedade democrática, sobreviver sem essas duas características. O regime de independência do banco central do Reino Unido não é perfeito mas é muito superior ao regime adoptado pelo Banco Central Europeu. O Banco Central Europeu irá conseguir uma inflação baixa. A crença de que uma União Económica e Monetária ampla seria sinónimo de um euro fraco não faz qualquer sentido. A curto prazo as políticas do Banco Central Europeu tendem a apoiar um euro forte. A mais longo prazo, o facto de a zona euro não ser tão fechada como os Estados Unidos, no que se refere ao comércio, irá incentivar uma política de *benign neglect* do valor externo do euro. A coordenação entre política monetária e fiscal na Zona Euro era tida como um problema. A ala germano-holandesa pouco facilitaria a independência do banco central. Na opinião do Professor Buiter uma questão-chave para os membros da União Económica e Monetária continental é saber se o impulso para a reforma estrutural dos mercados de trabalho, dos bens e financeiro, não se iria acomodar, correndo o risco de não estar suficientemente atenta a eventuais mudanças económicas, políticas, sociais e outras.

A União Económica e Monetária terá de elaborar regras que permitam maior harmonização da regulamentação, da fiscalidade e de políticas fiscais e de subsídios, para um orçamento europeu equilibrado. Depois da União Económica e Monetária bem consolidada, o próximo passo na



agenda federalista europeia pode criar um impulso político no sentido de um maior grau de centralização ou harmonização de determinados aspectos da vida económica e social.

## **O Reino Unido vai aderir e em caso afirmativo, quando?**

Relembrando os diversos aspectos económicos subjacentes à análise do Tesouro — convergência dos ciclos económicos e das estruturas económicas; flexibilidade; o investimento estrangeiro de longo prazo no Reino Unido; o papel da City; o crescimento sustentado do produto, a estabilidade e o aumento duradouro do emprego. Os defensores da União Económica e Monetária irão argumentar que todas as preocupações do Tesouro serão satisfeitas, enquanto os opositores da adesão afirmarão exactamente o contrário.

Por isso a resposta acerca da adesão do Reino Unido ao euro pode ser “muito british” — logo que um *referendum* sobre o assunto apresente resultados favoráveis e quando os actuais membros da União Económica e Monetária estiverem dispostos a permitir a adesão do Reino Unido.

## **Custos por o Reino Unido “não estar na primeira vaga”**

Os custos da não adesão podem ser sistematizadas da seguinte forma para o Reino Unido:

- O Reino Unido não é ouvido no Banco Central Europeu ou nos diversos Conselhos que reúnem os diversos elementos dos governos nacionais dos países-membros;
- Até que o Reino Unido seja membro da União Económica e Monetária, terá estatuto político com “som tímido no concerto” da Europa;
- O Reino Unido vai suportar custos de transacção acrescidos durante o período que se mantiver fora do euro;

- Não haverá dano para a posição britânica de centro financeiro internacional. Muitas transacções financeiras já não necessitam de um mercado local físico e o emprego gerado pelos serviços financeiros tende a concentrar-se atendendo à rede de externalidades;
- A ameaça de uma gradual desmonetização da libra esterlina e dos meios de pagamento;
- O risco de os actuais membros da União Económica e Monetária imporem atrasos e outros agravamentos face a uma adesão tardia.

Para os actuais membros da União Económica e Monetária os custos da não adesão do Reino Unido ao euro podem sintetizar-se da forma seguinte:

- O modelo do Banco Central Europeu perpetua o *modus operandi* de falta de transparência e falta de responsabilização individual e colectiva. O estatuto do Tratado de Maastricht e do Tratado de Amesterdão poderia ter sido melhorado e aperfeiçoado com uma boa dose de British "real-time constitutional *design*". Ao aderir mais tarde, torna-se mais difícil para o Reino Unido mudar essas práticas operacionais, convenções e procedimentos do Banco Central Europeu no sentido de uma maior abertura e responsabilização.
- O estatuto de *outsider* dos britânicos enfraquece o estado liberal e a orientação do mercado na União Europeia.

### 2.3. Os “Ins” e os “Outs”

A Economia não teve grande poder de decisão na criação do euro, a Política foi dominante. No entanto, no futuro próximo a Economia move-se para o centro do palco. Num relatório do CEPR – *Centre for Economic Policy Research*, de Junho de 2006, sob o título 'In or Out: Does it Matter?



– evidence-based Analysis of the Trade Effects of the Euro ", Richard Baldwin faz uma análise penetrante da forma como a União Económica e Monetária tem afectado o volume de comércio de países da zona do euro e do resto da União Europeia. Baldwin argumenta que as implicações com as entradas potenciais de outros Estados-Membros são simples, mas talvez inesperadas. A principal conclusão é a de que a UE a 15, com os 'outs' - Reino Unido, Suécia e Dinamarca – não sofreram perda de comércio na área do euro desde 1999, e, com outros factores constantes, as suas exportações para a zona euro expandiram-se +7%. Além disso, com outros factores constantes, o comércio entre os países que aderiram à UEM cresceu +9%. Estes crescimentos devem-se ao facto de a adesão à zona euro agir como uma liberalização comercial unilateral pelos "ins", o que impulsiona as suas importações provenientes dos "outs" quase tanto como os seus parceiros de importações da zona euro. A conclusão positiva da criação de comércio externo foi modesta, pelo que a adesão à zona do euro teria efeitos muito pequenos sobre as exportações dos 'out'. Uma vez que a zona do euro engloba três quartos do PIB da UE-25, a vantagem na exportação será muito pequena para as nações que aderem à zona do euro. A exportação para países que aderiram ao euro está limitado à diferença entre a criação de comércio interno em 9% e a criação de comércio externo em 7%, e isto apenas no que diz respeito a outros utilizadores do euro. A implicação directa destes factos é que as importações dos países da zona euro, em conjunto, deverão aumentar substancialmente mais do que as suas exportações.

Baldwin considera que se o Reino Unido vier a aderir ao euro, a estimativa mais favorável será o crescimento das exportações em US\$ 3 biliões, enquanto as importações irão crescer US\$ 18 biliões.

Os valores para a Dinamarca e Suécia são semelhantes, embora numa proporção muito menor dado o volume mais reduzido do seu comércio. As vendas adicionais para a área do euro irão

equivaler a cerca de 1% do total das exportações suecas, ao passo que as vendas adicionais por nações da União Europeia para a Suécia irão equivaler a cerca de 5% do total das importações suecas. No caso dinamarquês os números correspondentes são 1% e 6%. O pequeno aumento no comércio entre os países que mudaram para o euro enfraquece o caso dos políticos britânicos, dinamarqueses e suecos na adesão à área euro, enquanto a pequena dimensão do efeito pro-comércio enfraquece o argumento económico. Globalmente, o relatório produz sete conclusões principais, que a seguir se explicitam.

O efeito de estímulo do comércio derivado da introdução do euro é modesto: algures entre 5% e 15%, com 9% como melhor estimativa. Este efeito apareceu em 1999 e aconteceu muito rapidamente. O efeito não foi exclusivo; a intensa utilização do euro impulsionou as importações provenientes dos parceiros da zona euro – i.e., não houve desvio dos fluxos comerciais, mas sim criação de comércio externo, em adição à criação de comércio interno. A melhor estimativa de criação de comércio externo é de 7%. A melhor evidência empírica sugere que isso se aplica apenas às importações da área do euro, mas algumas evidências sugerem que ela se aplica também às exportações da zona euro. O efeito de estímulo do euro no comércio envolve pouca ou nenhuma convergência dos preços na zona euro, não obstante o acréscimo nos fluxos comerciais. Uma nova investigação sugere que a redução nos custos de transacção não foram os principais responsáveis pelo efeito de estímulo do comércio; esse estímulo foi causado pela exportação de novos bens para economias da zona euro. Estas alterações podem ter conseguido a redução do custo fixo pela introdução de novos bens em mercados da área do euro. O efeito de estímulo do comércio apresenta grandes variações em todas as nações — a Espanha parece ter sido o maior ganhador enquanto para a Grécia o ganho estimado prevê-se nulo ou mesmo negativo. O efeito de estímulo do comércio varia consideravelmente entre os sectores, com os ganhos concentrados em



sectores onde produtividade média aumenta com a produção, como máquinas e equipamentos de transporte, e produtos químicos. Bebidas e tabaco foram o maior ganhador, mas isto pode dever-se a falsos factores, a exemplo de fraude ao IVA.

Em breve:

1. Em 2003, o Tesouro inglês realizou um estudo para actualizar o que tinha sido feito por Michael Artis em 1997. O estudo consiste na avaliação da economia inglesa para a possível adesão ao sistema euro.
2. A avaliação do Tesouro incide sobre diversos aspectos: convergência; mecanismo de transmissão monetária, função da taxa de câmbio no ajustamento macroeconómico, comércio, cenários das políticas e opinião pública. Foi analisado o comportamento da economia britânica relacionando os ciclos económicos britânicos com os dos seus parceiros da zona euro. Verifica-se que os países da zona euro convergem mais rapidamente entre si e que o Reino Unido é relativamente mais sincronizado com os Estados Unidos do que com a União Europeia,
3. A duração e amplitude do ciclo económico dependem da estrutura dos mercados (financeiro, de bens e trabalho) e da política. As diferenças observadas no comportamento do ciclo dos diferentes países pode dever-se a diferenças no mecanismo de transmissão, logo no início dos choques,
4. A avaliação do Tesouro evidencia que respostas às alterações das taxas de juro nominais são diferentes nas economias da zona euro e do Reino Unido, pelo que uma política monetária comum em situação de mecanismo de transmissão assimétrica pode agravar os problemas,



5. O Tesouro considera que a economia britânica tem políticas monetária e fiscal adequadas, que proporcionam estabilidade e crescimento, o que não tem sido conseguido pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento da zona euro.
6. Os diversos governos britânicos têm considerado a possibilidade de adesão ao euro. Foram feitas diversas sondagens à opinião pública sobre a adesão ao euro e, em 2000 e 2001, muitos dos inquiridos esperavam que o Reino Unido fosse membro da União Monetária no prazo de 10 anos.
7. Em 1997, Martin Wolf, opinou que a economia britânica e as dos outros Estados-Membros estavam em diferentes posições cíclicas e a libra sobrevalorizada, pelo que em tal conjuntura nenhum governo iria querer aderir à união monetária. Nestas condições a melhor estratégia era “esperar para ver”.
8. Face à possibilidade de sucesso da UEM, Willem Buiter opina favoravelmente mas adianta que o funcionamento do Banco Central Europeu não é o mais adequado. Considera fundamental que a UEM harmonize a regulamentação das políticas fiscais e aspectos da vida económica e social.
9. Os custos da adesão tardia do Reino Unido prendem-se sobretudo com a perda da oportunidade de influenciar as decisões do Banco Central Europeu e da UEM e o comportamento de *outsider* não favorece o estado liberal e as orientações de mercado no espaço comunitário. Há ainda os custos de transacção acrescidos e a desmonetização da libra face ao seu menor uso internacional, em consequência da crescente utilização do euro.
10. Estudos recentes indicam que o efeito de estímulo do comércio derivado da introdução do euro é modesto: algures entre 5% e 15%, com 9% como melhor estimativa.





## Capítulo 3 – Estudo da Intensidade Comercial do Reino Unido.

Os modelos do comércio internacional são influenciados pelas políticas dos governos e por razões históricas e geográficas. Os valores do comércio intra-regional podem ser distorcidos pelo número e dimensão dos países nas diferentes regiões. Por isso, o índice de intensidade comercial permite mostrar a importância relativa do comércio bilateral no comércio intra-regional relativamente à importância do país considerado face ao comércio mundial.

Para efectuar o estudo da intensidade comercial do Reino Unido, a que nos propomos neste capítulo, escolhemos a Zona Euro e outros parceiros, seguindo critérios diversos adaptados a cada caso:

- Relativamente à Zona Euro, constituída por 12 Estados-membros, vamos averiguar qual a posição relativa deste bloco e dos Estados Unidos enquanto parceiros comerciais do Reino Unido.
- A escolha dos Estados Unidos deve-se ao facto de estes serem parceiros comerciais, por excelência, do Reino Unido.
- A Dinamarca, à semelhança do Reino Unido, conseguiu através de Protocolos anexos ao Tratado de Maastricht, um regime especial, que permite, embora em termos entre si não coincidentes, eximir-se à adesão à futura moeda única (o euro).
- A Suécia, por ser um país vizinho que participou inicialmente na construção da UEM e que desistiu da adesão à moeda única por motivos estritamente nacionais.

Vejamos a metodologia utilizada para a recolha dos dados estatísticos para o período 1988 a 2007.

### 3.1. Metodologia para a recolha de dados estatísticos

Para o cálculo da intensidade comercial entre o Reino Unido e os parceiros comerciais seleccionados foram utilizados os valores das exportações e importações, expressos em euro, desde 1988 até 2007, para o Reino Unido, Dinamarca, Suécia, Zona Euro e Estados Unidos, recolhidos da base de dados do comércio internacional (COMEXT) e produção (Prodcom) do Eurostat, através do endereço <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/newxtweb/>, que nos foi fornecido pelo Centro de apoio às Estatísticas Europeias, do Instituto Nacional de Estatística.

As estatísticas do *Eurostat* apresentam dados para Zona Euro com 12 Estados-membros a partir de 1995 e, para os recolher, foi construída uma “Query” seleccionando os seguintes campos:

- o país “Reporter”
- o país “Partner”
- “Flow” (fluxos de importações e exportações)
- “Product” (Produção Total)
- “Period” (Janeiro-Dezembro 1995 a Janeiro-Dezembro 2007)
- “Indicators” (value\_in\_euro).

Para obter as importações e as exportações do Reino Unido com a Dinamarca, Suécia, Zona Euro e Estados Unidos, no período 1995-2007, elaborou-se a *query* com os campos atrás referidos, de que resultou uma matriz de dados com as seguintes características:

- em linha, o Reino Unido, o país “Reporter” Reino Unido
- em coluna, os países “Partner” — Dinamarca, Suécia, Zona Euro e Estados Unidos.



Os valores obtidos são depois convertidos para o formato de ficheiro em Excel.

No entanto, a base de dados da Eurostat só tem os valores agregados da Zona Euro em “Reporter” foi efectuada uma outra *query* tendo como “Partner” os 12 Estados-membros. Por exemplo, as exportações e as importações do Reino Unido no ano 2007, são obtidas a partir destes quadros:

DS-016890-EU27 Trade Since 1995 By CN8												
Extracted on	2008-11-11 18:54:18											
FLOW	IMPORT											
INDICATORS	VALUE_IN_EUROS											
PERIOD	Jan.-Dec. 2007											
PRODUCT	TOTAL											
REPORTER/PARTNER	AUSTRIA	BELGIUM (and LUXBG -> 1998)	GERMANY (incl DD from 1991)	SPAIN	FINLAND	FRANCE	GREECE	IRELAND	ITALY	LUXEMBOURG	NETHERLANDS	PORTUGAL
UNITED KINGDOM	3.599.972.969	21.555.228.231	64.635.694.514	14.775.286.761	3.810.126.483	31.650.993.743	913.308.361	16.431.175.169	19.227.852.444	994.081.228	33.179.233.873	2.123.564.335

DS-016890-EU27 Trade Since 1995 By CN8												
Extracted on	2008-11-11 18:54:18											
FLOW	EXPORT											
INDICATORS	VALUE_IN_EUROS											
PERIOD	Jan.-Dec. 2007											
PRODUCT	TOTAL											
REPORTER/PARTNER	AUSTRIA	BELGIUM (and LUXBG -> 1998)	GERMANY (incl DD from 1991)	SPAIN	FINLAND	FRANCE	GREECE	IRELAND	ITALY	LUXEMBOURG	NETHERLANDS	PORTUGAL
UNITED KINGDOM	1.987.461.810	17.168.784.770	35.795.658.073	14.500.568.964	2.835.668.029	26.232.631.021	1.957.785.628	25.743.188.093	13.299.977.839	393.774.802	21.837.895.512	2.144.739.712

DS-016890-EU27 Trade Since 1995 By CN8			
Extracted on	2008-11-11 19:00:55		
FLOW	IMPORT		
INDICATORS	VALUE_IN_EUROS		
PERIOD	Jan.-Dec. 2007		
PRODUCT	TOTAL		
REPORTER/PARTNER	DENMARK	SWEDEN	UNITED STATES
UNITED KINGDOM	4.946.229.777	7.666.087.050	39.199.345.605

DS-016890-EU27 Trade Since 1995 By CN8			
Extracted on	2008-11-11 19:00:55		
FLOW	EXPORT		
INDICATORS	VALUE_IN_EUROS		
PERIOD	Jan.-Dec. 2007		
PRODUCT	TOTAL		
REPORTER/PARTNER	DENMARK	SWEDEN	UNITED STATES
UNITED KINGDOM	3.155.617.594	7.107.964.345	45.558.949.882

Para calcular as exportações e importações totais do Reino Unido, as da Dinamarca, as da Suécia, as da Zona euro e as dos Estados Unidos, foi utilizado o mesmo raciocínio: “Reporter” cada um destes países (Reino Unido, Dinamarca, Suécia e Zona euro) e como “Partner” todos os países com quem estes têm relações comerciais. No caso dos Estados Unidos, esta base de dados não dispõe de valores, para este país, como “Reporter”, recorrendo por isso às estatísticas de “U.S. Trade in Goods and Services – Balance of Payments (BOP) Basis (value in millions of dollars)”, do *U.S.Census Bureau, Foreign Trade Division* a que aplicámos as respectivas taxas de câmbio em dólar/euro.

Para poder ter uma base de dados mais extensa, que melhor representasse o objectivo desta tese, foram construídos os dados para a (futura) Zona Euro para o período entre 1988 e final de 1994, agregando os dados nacionais de cada um dos 12 Estados-membros da actual Zona Euro: Áustria, Bélgica, Alemanha, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda e Portugal <sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Em 1 de Janeiro de 2008, o Chipre, Malta e a Eslovénia aderiram à Zona Euro mas ainda não existem dados estatísticos que contemplem esta adesão múltipla.



Os dados parcelares, por país, para o período 1988-1994 foram-nos fornecidos pelo Centro de Apoio às Estatísticas Europeias, do INE, com suporte em folha de cálculo Excel, incluindo os valores das rubricas seguintes:

- Exportações e importações do Reino Unido com todos os países com os quais estabelece relações comerciais e ainda os sub-somatórios Intra-Eur e Extra-Eur, desde 1988 a 1994, inclusive, que nos permitiu calcular as exportações e as importações totais em cada ano;
- Os valores totais de importações e exportações a partir de Intra-Eur e Extra-Eur para cada um dos Estados-membros da (futura) Zona Euro no período 1988-1994.

Para a Zona Euro foram agregados os valores para os mesmos doze países que compunham esta área em 31 de Dezembro de 2007. No entanto, a dita folha de cálculo não nos fornecia os valores para a Áustria, Finlândia e Suécia, no período 1988-1994, pelo que recorremos aos respectivos serviços de estatística nacionais para obter os valores das exportações e das importações anuais e fazer as respectivas conversões para euro, de modo a inclui-los na Zona Euro a 12.

Para as importações e exportações totais dos Estados Unidos, no período 1988-1994, recorremos, mais uma vez, às estatísticas de “U.S. Trade in Goods and Services – Balance of Payments (BOP) Basis (value in millions of dollars)”, do U.S.Census Bureau, Foreign Trade Division a que aplicámos as respectivas taxas de câmbio em dólar/euro.

### 3.2. Cálculo das intensidades comerciais

Seguindo João Silvestre (2005), para o cálculo das intensidades comerciais (IC) consideram-se os três rácios seguintes:

$$\textbf{Exportações: } IC_{xijt} = X_{ijt} / (X_{it} + X_{jt})$$

$$\textbf{Importações: } IC_{mijt} = M_{ijt} / (M_{it} + M_{jt})$$

$$\textbf{Comércio Total: } IC_{tijt} = (X_{ijt} + M_{ijt}) / (X_{it} + X_{jt} + M_{it} + M_{jt})$$

Com a seguinte explicitação para as variáveis utilizadas:

- $IC_{xijt}$  – intensidade comercial entre o país  $i$  e o país  $j$  no momento  $t$  medido pelas exportações.
- $IC_{mijt}$  – intensidade comercial entre o país  $i$  e o país  $j$  no momento  $t$  medido pelas importações.
- $IC_{tijt}$  – intensidade comercial total entre o país  $i$  e o país  $j$  no momento  $t$ .
- $X_{ijt}$  – exportações do país  $i$  para o país  $j$  no momento  $t$ ;
- $M_{ijt}$  - importações do país  $i$  provenientes do país  $j$  no momento  $t$ ;
- $X_{it}$ ;  $X_{jt}$ ;  $M_{it}$ ;  $M_{jt}$ , são respectivamente, as exportações totais dos países  $i$  e  $j$  no momento  $t$  e as importações totais dos países  $i$  e  $j$  no momento  $t$ .

Nos quadros das páginas seguintes figuram os valores das exportações/importações dos países da Zona euro, Estados Unidos, Dinamarca, Suécia e Reino Unido, para o período 1988-2007, utilizados no cálculo da intensidade comercial.



**Quadro 1 – Importações e Exportações Totais do Reino Unido, Dinamarca, Suécia, Zona Euro e Estados Unidos.**

Unidade: milhões de €

ANO	Reino Unido		Dinamarca		Suécia		Zona euro		Estados Unidos	
	Importações	Exportações	Importações	Exportações	Importações	Exportações	Importações	Exportações	Importações	Exportações
1988	164.931.016	122.141.548	22.369.357	23.294.798	38.753.535	42.121.426	789.223.750	800.855.858	461.500.405	364.614.200
1989	179.077.904	136.726.648	24.728.207	25.946.966	44.593.972	46.844.870	923.586.882	923.493.524	526.565.917	442.026.775
1990	174.473.264	142.458.296	25.488.743	27.911.904	43.064.899	45.191.084	982.024.323	951.328.059	483.809.082	420.308.144
1991	168.407.032	146.195.656	26.813.752	29.437.265	40.279.386	44.496.381	1.058.718.635	985.932.440	491.848.510	466.722.618
1992	170.228.832	143.227.004	26.833.495	31.201.118	38.622.319	43.283.176	1.066.054.768	1.012.599.601	505.426.392	475.219.166
1993	178.751.888	154.894.232	26.736.962	32.240.710	36.648.537	42.569.706	980.890.668	1.028.117.503	609.029.888	548.986.336
1994	196.782.104	172.404.512	30.845.306	35.597.058	43.558.545	51.467.467	1.099.849.200	1.157.639.480	674.008.843	591.208.218
1995	202.185.232	179.534.019	35.121.165	38.918.659	49.720.947	61.498.256	1.204.196.468	1.284.143.641	681.012.377	607.324.867
1996	223.866.676	201.076.134	35.669.473	40.492.432	52.711.329	66.876.246	1.280.973.771	1.375.946.246	752.641.858	670.684.780
1997	268.796.930	244.593.541	39.594.607	43.448.984	57.842.912	72.975.250	1.405.534.944	1.512.796.708	919.479.030	824.003.562
1998	284.030.442	241.774.035	41.809.781	43.718.689	61.014.736	75.611.570	1.519.243.940	1.618.345.948	980.576.046	832.380.986
1999	301.910.663	253.149.244	42.928.690	47.190.751	64.346.288	79.648.354	1.631.554.988	1.707.727.132	1.154.976.543	906.252.580
2000	371.871.594	306.489.233	49.325.625	55.535.354	78.908.376	94.340.044	2.012.940.597	2.037.471.245	1.570.411.433	1.159.156.561
2001	377.526.667	301.756.158	50.604.937	57.732.090	70.566.666	84.462.796	2.036.866.650	2.130.372.618	1.529.725.323	1.122.036.623
2002	378.764.191	293.486.021	53.215.139	60.802.474	70.806.836	86.187.680	1.996.448.107	2.151.094.851	1.478.898.054	1.030.796.319
2003	347.035.472	267.453.960	50.960.119	59.185.028	73.795.518	90.190.708	2.034.660.169	2.153.761.374	1.338.995.756	899.714.462
2004	373.163.665	276.448.190	54.639.533	61.791.707	80.563.436	98.567.785	2.213.319.992	2.329.815.153	1.421.591.767	933.023.554
2005	407.730.755	305.839.050	60.583.796	68.224.976	89.535.851	104.622.968	2.422.342.002	2.487.810.284	1.603.826.058	1.031.872.839
2006	473.172.014	353.848.200	67.880.855	73.481.970	101.274.190	116.937.749	2.713.130.084	2.747.786.213	1.760.352.022	1.160.412.551
2007	448.405.359	316.792.706	72.694.705	75.163.339	109.983.216	122.470.586	2.877.116.604	2.946.166.918	1.711.771.616	1.200.821.597

Fonte: Eurostat e U.S. Trade in Goods and Services, U.S. Census Bureau, Foreign Trade Division.

**Quadro 2 – Comércio Bilateral do Reino Unido com Dinamarca, Suécia, Estados Unidos e Zona Euro.**

Unidade: milhões de €

ANO	IMPORTAÇÕES DO REINO UNIDO				EXPORTAÇÕES DO REINO UNIDO			
	Dinamarca	Suécia	Estados Unidos	Zona euro	Dinamarca	Suécia	Estados Unidos	Zona euro
1988	2.956.464	4.928.724	18.308.890	82.926.782	1.758.430	3.208.466	15.838.676	61.800.017
1989	3.268.763	5.450.329	22.325.330	92.600.694	1.754.194	3.503.641	18.008.006	69.688.786
1990	3.149.175	4.883.911	22.140.636	90.700.012	1.954.288	3.768.557	18.117.572	76.049.016
1991	3.138.228	4.323.824	21.212.572	85.303.544	1.970.657	3.392.365	16.208.077	83.087.739
1992	3.205.540	4.314.264	20.007.282	87.186.885	2.066.328	3.176.238	16.642.332	80.470.517
1993	2.528.929	4.431.053	21.952.228	82.753.057	1.917.408	3.557.571	19.792.008	76.967.883
1994	2.805.023	5.041.854	25.083.442	97.052.794	2.330.451	4.108.355	21.723.648	76.967.883
1995	2.606.523	5.257.700	25.504.020	101.782.791	2.506.010	4.662.035	21.744.187	97.425.304
1996	2.889.911	5.666.457	28.755.268	111.347.922	2.720.291	5.222.191	23.766.415	107.225.998
1997	3.401.305	6.665.756	37.076.057	133.414.411	3.006.291	6.211.148	30.276.905	126.125.722
1998	3.286.446	6.772.072	40.100.977	140.450.229	3.068.463	6.400.689	32.155.658	130.030.672
1999	3.459.914	7.002.987	39.730.176	147.860.218	3.126.913	6.040.103	37.476.695	137.590.354
2000	3.957.376	8.062.714	49.514.782	168.571.111	3.772.856	6.800.646	48.146.295	163.115.714
2001	4.214.109	7.387.230	51.045.691	170.870.128	3.620.100	6.236.483	46.964.382	162.433.568
2002	4.553.892	6.886.100	44.090.793	180.019.694	4.352.207	6.121.396	44.390.484	162.703.356
2003	4.346.059	6.672.326	36.202.308	172.332.304	3.181.989	5.495.879	40.436.329	142.911.405
2004	4.529.593	7.585.109	35.162.480	183.956.998	2.989.648	6.376.480	40.453.406	146.442.164
2005	5.573.050	7.677.130	34.019.167	189.117.469	3.366.327	6.671.034	44.499.211	158.232.340
2006	6.761.468	8.477.540	39.036.732	204.895.583	5.635.926	7.576.355	46.232.800	196.176.791
2007	4.949.013	7.659.199	39.199.336	212.767.259	3.153.042	7.098.498	45.525.282	163.822.933

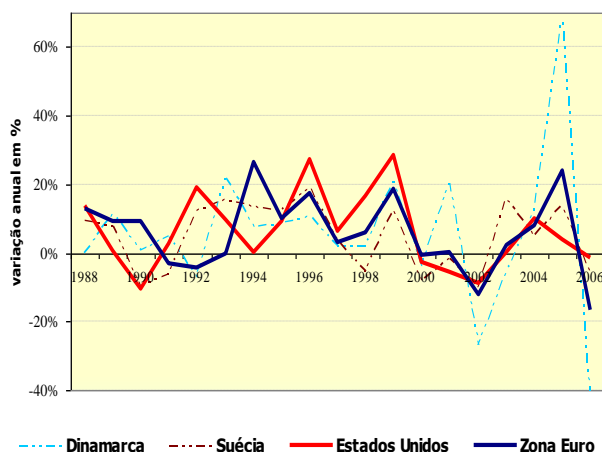
Fonte: Eurostat e U.S. Trade in Goods and Services, U.S. Census Bureau, Foreign Trade Division.

Observando os dados quantitativos relativos ao comércio do Reino Unido com os parceiros comerciais escolhidos — Dinamarca, Suécia, Estados Unidos e Zona Euro — verificamos que flutuam muito ano-a-ano e parecem não ter um padrão muito estável, exceptuando talvez as trocas comerciais entre o Reino Unido e a Zona Euro, como evidenciam os gráficos da página seguinte relativos às taxas de crescimento anual das importações e das exportações do Reino Unido.

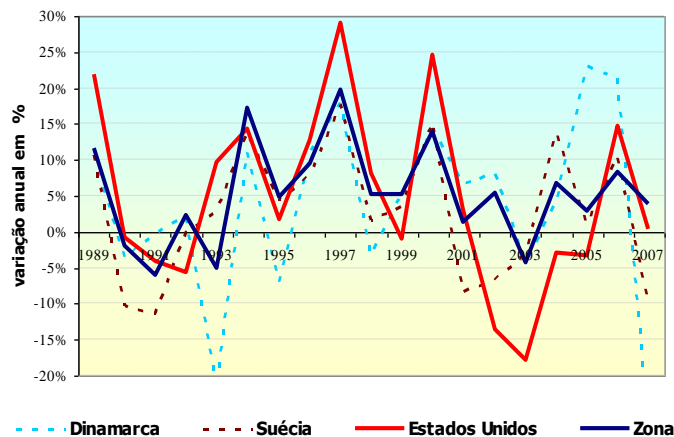


taxa de variação anual das importações do UK					taxa de variação anual das exportações do UK				
ANO	Dinamarca	Suécia	Estados Unidos	Zona Euro	ANO	Dinamarca	Suécia	Estados Unidos	Zona Euro
1989	10,6%	10,6%	21,9%	11,7%	1989	-0,2%	9,2%	13,7%	12,8%
1990	-3,7%	-10,4%	-0,8%	-2,1%	1990	11,4%	7,6%	0,6%	9,1%
1991	-0,3%	-11,5%	-4,2%	-5,9%	1991	0,8%	-10,0%	-10,5%	9,3%
1992	2,1%	-0,2%	-5,7%	2,2%	1992	4,9%	-6,4%	2,7%	-3,1%
1993	-21,1%	2,7%	9,7%	-5,1%	1993	-7,2%	12,0%	18,9%	-4,4%
1994	10,9%	13,8%	14,3%	17,3%	1994	21,5%	15,5%	9,8%	0,0%
1995	-7,1%	4,3%	1,7%	4,9%	1995	7,5%	13,5%	0,1%	26,6%
1996	10,9%	7,8%	12,7%	9,4%	1996	8,6%	12,0%	9,3%	10,1%
1997	17,7%	17,6%	28,9%	19,8%	1997	10,5%	18,9%	27,4%	17,6%
1998	-3,4%	1,6%	8,2%	5,3%	1998	2,1%	3,1%	6,2%	3,1%
1999	5,3%	3,4%	-0,9%	5,3%	1999	1,9%	-5,6%	16,5%	5,8%
2000	14,4%	15,1%	24,6%	14,0%	2000	20,7%	12,6%	28,5%	18,6%
2001	6,5%	-8,4%	3,1%	1,4%	2001	-4,0%	-8,3%	-2,5%	-0,4%
2002	8,1%	-6,8%	-13,6%	5,4%	2002	20,2%	-1,8%	-5,5%	0,2%
2003	-4,6%	-3,1%	-17,9%	-4,3%	2003	-26,9%	-10,2%	-8,9%	-12,2%
2004	4,2%	13,7%	-2,9%	6,7%	2004	-6,0%	16,0%	0,0%	2,5%
2005	23,0%	1,2%	-3,3%	2,8%	2005	12,6%	4,6%	10,0%	8,1%
2006	21,3%	10,4%	14,7%	8,3%	2006	67,4%	13,6%	3,9%	24,0%
2007	-26,8%	-9,7%	0,4%	3,8%	2007	-44,1%	-6,3%	-1,5%	-16,5%

taxa de variação das **exportações** do Reino Unido



taxa de variação anual das **importações** do Reino Unido



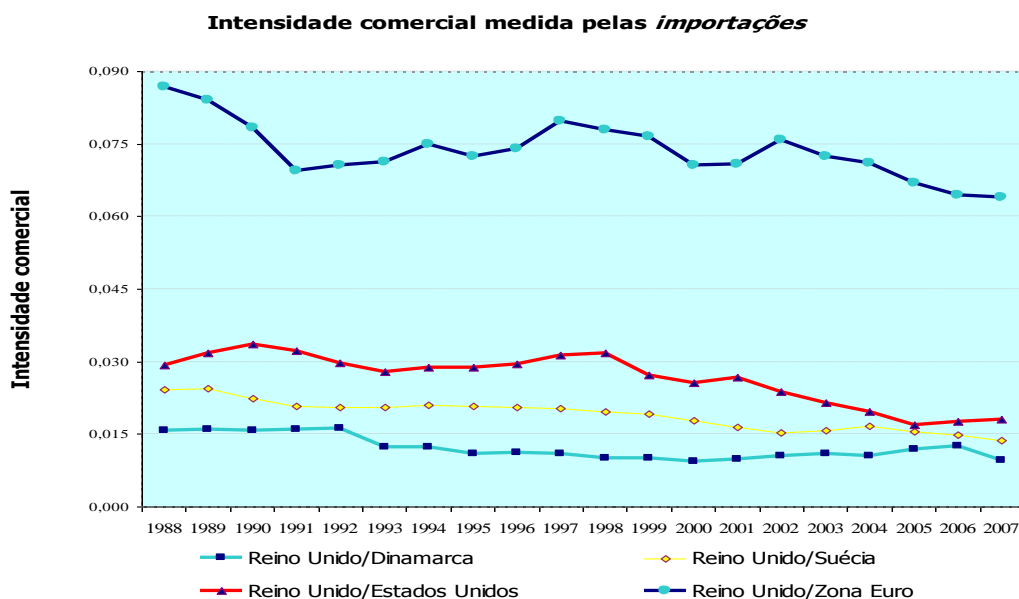
Com os dados que figuram nos três quadros, transcritos nas páginas anteriores efectuámos o cálculo da Intensidade Comercial entre o Reino Unido, e os parceiros escolhidos (Dinamarca, Suécia, Estados Unidos e Zona Euro), medida através das Importações (Quadro 3), das Exportações (Quadro 4) e do Comércio Total (Quadro 5), cujos valores figuram nos quadros e gráficos que se apresentam nas próximas páginas.

## Intensidade Comercial medida pelas importações.

$$ICMijt = Mijt / (Mit + Mjt)$$

Quadro 3 - Intensidade Comercial das Importações do Reino Unido provenientes dos parceiros comerciais

ANO	Dinamarca	Suécia	Estados Unidos	Zona euro
1988	0,0158	0,0242	0,0292	0,0869
1989	0,0160	0,0244	0,0316	0,0840
1990	0,0157	0,0225	0,0336	0,0784
1991	0,0161	0,0207	0,0321	0,0695
1992	0,0163	0,0207	0,0296	0,0705
1993	0,0123	0,0206	0,0279	0,0714
1994	0,0123	0,0210	0,0288	0,0748
1995	0,0110	0,0209	0,0289	0,0724
1996	0,0111	0,0205	0,0294	0,0740
1997	0,0110	0,0204	0,0312	0,0797
1998	0,0101	0,0196	0,0317	0,0779
1999	0,0100	0,0191	0,0273	0,0765
2000	0,0094	0,0179	0,0255	0,0707
2001	0,0098	0,0165	0,0268	0,0708
2002	0,0105	0,0153	0,0237	0,0758
2003	0,0109	0,0159	0,0215	0,0724
2004	0,0106	0,0167	0,0196	0,0711
2005	0,0119	0,0154	0,0169	0,0668
2006	0,0125	0,0148	0,0175	0,0643
2007	0,0095	0,0137	0,0181	0,0640



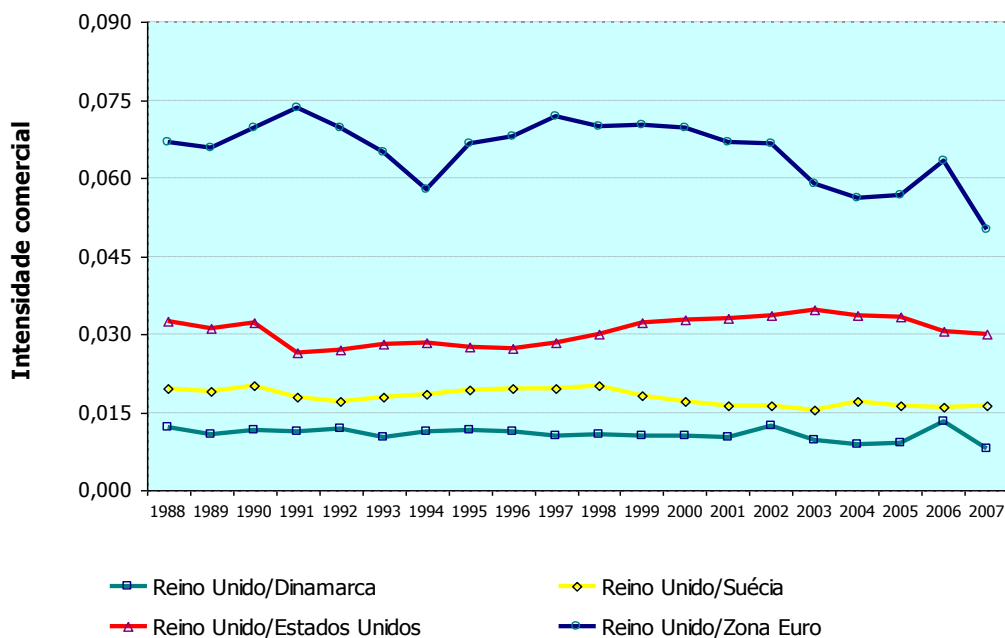
## Intensidade Comercial medida pelas Exportações.

$$ICX_{ijt} = X_{ijt} / (X_{it} + X_{jt})$$

Quadro 4 - Intensidade Comercial das Exportações do Reino Unido para os parceiros comerciais

ANO	Dinamarca	Suécia	Estados Unidos	Zona euro
1988	0,0121	0,0195	0,0325	0,0670
1989	0,0108	0,0191	0,0311	0,0657
1990	0,0115	0,0201	0,0322	0,0695
1991	0,0112	0,0178	0,0264	0,0734
1992	0,0118	0,0170	0,0269	0,0696
1993	0,0102	0,0180	0,0281	0,0651
1994	0,0112	0,0184	0,0284	0,0579
1995	0,0115	0,0193	0,0276	0,0666
1996	0,0113	0,0195	0,0273	0,0680
1997	0,0104	0,0196	0,0283	0,0718
1998	0,0107	0,0202	0,0299	0,0699
1999	0,0104	0,0181	0,0323	0,0702
2000	0,0104	0,0170	0,0328	0,0696
2001	0,0101	0,0161	0,0330	0,0668
2002	0,0123	0,0161	0,0335	0,0666
2003	0,0097	0,0154	0,0346	0,0590
2004	0,0088	0,0170	0,0334	0,0562
2005	0,0090	0,0163	0,0333	0,0566
2006	0,0132	0,0161	0,0305	0,0632
2007	0,0080	0,0162	0,0300	0,0502

### Intensidade comercial medida pelas exportações



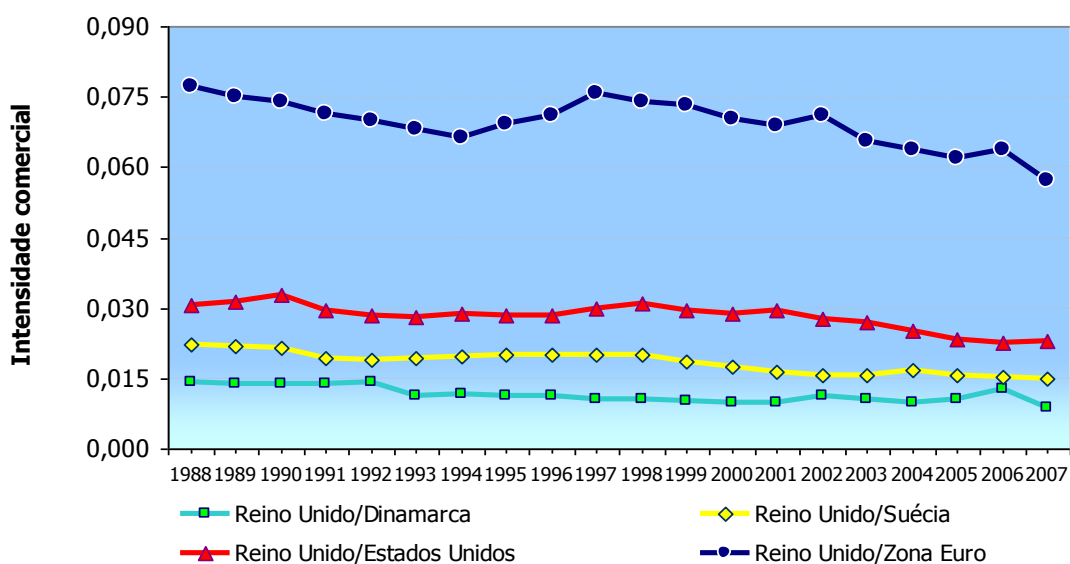
## Intensidade Comercial medida pelo Comércio Total.

$$IC \text{ Total} = (X_{ijt} + M_{ijt}) / (X_{it} + X_{jt} + M_{it} + M_{jt})$$

Quadro 5 - Intensidade Comercial do Comércio Total do Reino Unido com os parceiros comerciais

ANO	Dinamarca	Suécia	Estados Unidos	Zona euro
1988	0,0142	0,0221	0,0307	0,0771
1989	0,0137	0,0220	0,0314	0,0750
1990	0,0138	0,0214	0,0330	0,0741
1991	0,0138	0,0193	0,0294	0,0714
1992	0,0142	0,0189	0,0283	0,0701
1993	0,0113	0,0193	0,0280	0,0682
1994	0,0118	0,0197	0,0286	0,0663
1995	0,0112	0,0201	0,0283	0,0694
1996	0,0112	0,0200	0,0284	0,0709
1997	0,0107	0,0200	0,0298	0,0756
1998	0,0104	0,0199	0,0309	0,0738
1999	0,0102	0,0187	0,0295	0,0733
2000	0,0099	0,0175	0,0287	0,0701
2001	0,0099	0,0163	0,0294	0,0688
2002	0,0113	0,0157	0,0278	0,0711
2003	0,0104	0,0156	0,0269	0,0656
2004	0,0098	0,0168	0,0252	0,0636
2005	0,0106	0,0158	0,0234	0,0618
2006	0,0128	0,0154	0,0228	0,0638
2007	0,0089	0,0148	0,0230	0,0572

## Intensidade comercial medida pelo comércio total





Vejamos agora o quadro da Integração Comercial medida pelo Comércio Total do Reino Unido com os parceiros escolhidos — Dinamarca, Suécia, Estados Unidos e Zona Euro:

- A Dinamarca e a Suécia têm padrões de comportamento semelhantes, com valores inferiores aos verificados nos Estados Unidos, embora os valores de integração da Suécia sejam superiores aos da Dinamarca.
- Por outro lado, a Intensidade Comercial do Reino Unido com a Zona Euro é bastante forte relativamente a qualquer dos outros parceiros considerados — Estados Unidos, Suécia e Dinamarca.
- A Intensidade Comercial da Zona Euro situa-se entre 0,0770991 (ano de 1988) e 0,0571589 (ano de 2007). Estes valores estão claramente acima do patamar dos Estados Unidos que variam entre 0,0329702 (ano de 1990) e 0,0227520 (ano de 2006). Curiosamente, em 1988, ainda muito próximo da entrada em vigor do Acto Único Europeu a Intensidade Comercial da Zona Euro atingiu o seu valor mais elevado da série.
- Assim sendo, apesar do Reino Unido não ter adoptado o euro o comércio com a Zona euro apresenta uma situação de estabilidade. Ou seja, a intensidade comercial do Reino Unido com a Zona euro já é superior à intensidade comercial do Reino Unido com os Estados Unidos pelo que não é de esperar um efeito benéfico específico da adesão do Reino Unido ao euro, de modo a cumprir-se o entendimento que o comércio aumenta com a participação de um país numa união monetária. Dito de outra forma, poderemos afirmar que a intensidade comercial não será um indicador determinante para a adesão do Reino Unido ao euro. Se tal se vier a verificar terá de decorrer de outros argumentos de peso.



Em breve, a verificar-se desde já a maior intensidade comercial do Reino Unido com a Zona Euro pode deduzir-se que esta já não consegue criar uma expectativa adicional de criação de comércio com este país, enquanto potencial aderente, podendo colocar-se a questão de saber se a Zona euro cumpre actualmente um dos critérios que estão estipulados pela Teoria das Zonas Monetárias Óptimas, em termos de criação de comércio com os países potenciais candidatos à adesão.

Com estes resultados, parece não haver motivação económica para o Reino Unido aderir ao Sistema Euro, sujeitando-se ao regime do Banco Central Europeu com o seu modo de funcionamento lento a responder, falta de transparência, ainda que assim esteja sujeito ao risco de incerteza cambial nas trocas comerciais e nas transacções financeiras com os países da Zona Euro.

## Conclusões

Tal como afirmámos no início desta dissertação, partimos com o objectivo de analisar a experiência recente de autonomia da libra face ao euro, procurando perceber se o Reino Unido faz bem em permanecer fora da Zona euro. Começámos por averiguar se a Zona euro tem características de Zona Monetária Óptima. Para tal recorremos à Teoria das Zonas Monetárias Óptimas e verificámos que na perspectiva desta teoria, uma UEM de doze Membros é demasiado heterogénea economicamente para poder ser considerada uma zona monetária óptima. Em resultado de hipotéticos choques assimétricos num ou mais membros, as pressões contraditórias sobre o BCE são quase inevitáveis.

Utilizando a nova visão da problemática da integração monetária na análise do critério de convergência nominal da taxa de inflação, pode concluir-se que este, só por si, não fornece qualquer garantia de, no futuro, os membros da União continuarem a exercer preferência pela estabilidade dos preços.

Os critérios de convergência, estabelecidos pelo Tratado da União Europeia e reforçados pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, são critérios de convergência apenas nominal, que não têm em consideração os diferentes graus de desenvolvimento que caracterizam os países europeus da UEM. Estes critérios parecem ter tido como principal objectivo a selecção dos países dispostos a aceitar um futuro BCE muito parecido com o *Bundesbank*, nas suas opções monetárias.

Parece-nos razoável concluir que a transição para União Monetária no espaço da Zona euro deveria ter-se centrado mais na convergência real e menos na convergência nominal: apenas estruturas produtivas com desempenhos relativamente idênticos podem garantir, a longo prazo, a estabilidade monetária.

Os benefícios de adesão de um país a uma zona de moeda única têm maior impacto microeconómico: há a expectativa de ganhos de eficiência económica por diminuição dos custos de transacção e da incerteza associada ao risco cambial, por redução das taxas de juro e da taxa de inflação. Os benefícios podem advir também do facto da moeda comum ser mais utilizada nas trocas internacionais, tornando-se uma moeda mais global, com aspectos atractivos adicionais em termos das transacções nacionais e da expansão da indústria financeira na zona euro, bem como da sua capacidade de influenciar a coordenação das políticas a nível mundial.

Os custos associados à participação numa zona de moeda única têm maior impacto macroeconómico, em termos da gestão da economia, e têm a ver sobretudo com a perda da possibilidade de usar a política monetária e cambial como meio de influenciar o nível interno do binómio desemprego/inflação.

Após a apresentação das características essenciais de uma Zona Monetária Óptima — e de termos verificado que a Zona euro não cumpre todas as características apresentadas pelos sucessivos teóricos desta problemática — prosseguimos o objectivo secundário de apresentar alguns episódios sobre a economia inglesa, a atitude dos governos ingleses e a reacção dos britânicos





face às negociações relativas à União Económica e Monetária (UEM) e à adopção (ou não) do euro, usando, para isso, diversos *Papers* publicados no *Centre for Economic Policy Research*, no *National Bureau of Economic Research* e no Banco de Inglaterra.

Verificámos que na década de 90 do século passado, a posição do Tesouro inglês não favorecia a abordagem dos teóricos das zonas monetárias óptimas e os sucessivos desenvolvimentos desta teoria, embora reconhecesse que a mesma colhe alguns argumentos motivadores relacionados com o acréscimo dos benefícios comerciais derivados do alargamento da zona de aceitação de uma moeda única. Verificámos que a avaliação do Tesouro incide sobre diversos aspectos, com particular incidência sobre o mecanismo de transmissão monetária e a função da taxa de câmbio no ajustamento macroeconómico. Foi analisado o comportamento da economia britânica relacionando os ciclos económicos britânicos com os dos seus parceiros da zona euro e verificou-se que os países da zona euro convergem mais rapidamente entre si e o Reino Unido é relativamente mais sincronizado com os Estados Unidos do que com a União Europeia.

As diferenças observadas no comportamento do ciclo dos diferentes países pode dever-se a diferenças no mecanismo de transmissão, logo no início dos choques, e a avaliação do Tesouro pôs em evidência que as respostas às alterações das taxas de juro nominais são diferentes nas economias da zona euro e do Reino Unido, pelo que uma política monetária comum em situação de mecanismo de transmissão assimétrica pode agravar os problemas (em vez de os resolver). Atendendo a que aquando do início da moeda única, a economia britânica e as dos outros Estados-Membros estavam em diferentes posições cíclicas e a libra sobrevalorizada, em tal



conjuntura nenhum governo iria querer aderir à união monetária e, naquelas condições, a melhor estratégia para os britânicos foi “esperar para ver”.

Posteriormente, os diversos governos britânicos lidaram com a possibilidade de adesão ao euro “como matéria em estudo”, o que parece conforme com os resultados das diversas sondagens à opinião pública sobre a adesão ao euro, sobretudo de 2000 e 2001, quando muitos dos inquiridos esperavam que o Reino Unido fosse membro da União Monetária somente no prazo de 10 anos.

Concluiu-se também que o Tesouro considera que a economia britânica tem políticas monetária e fiscal adequadas, que proporcionam estabilidade e crescimento, o que não tem sido conseguido pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento da zona euro. Face a argumentos recentes, que questionam a eficácia da taxa de câmbio como meio de absorver os choques, e que afirmam a união monetária como meio de diminuição do risco cambial e de estabelecimento de um enquadramento político estável, o Tesouro pode voltar a analisar os últimos desenvolvimentos da Teoria das Zonas Monetárias Óptimas.

Outro objectivo secundário consistiu em verificar se os efeitos da aplicação das políticas definidas pela União Europeia provocam convergência ou divergência entre as economias inglesa e da zona euro. Willem Buiter adianta que o funcionamento do Banco Central Europeu não é o mais adequado. Os custos da adesão tardia do Reino Unido prendem-se sobretudo com a perda da oportunidade de influenciar as decisões do Banco Central Europeu e da UEM e o comportamento de *outsider* não favorece o estado liberal e as orientações de mercado no espaço comunitário. Há ainda os custos de transacção acrescidos e a desmonetização da libra face ao seu menor uso



internacional, em consequência da crescente utilização do euro. Estudos recentes indicam que o efeito de estímulo do comércio derivado da introdução do euro é modesto: algures entre 5% e 15%, com 9% como melhor estimativa.

Por fim, a conclusão essencial desta dissertação: saber se o Reino Unido faz bem, ou não, em estar fora do sistema euro e se se identificam características de uma Zona Monetária Óptima entre o Reino Unido e a zona euro:

- Verificou-se que no período em estudo, de 1988 a 2007, o Reino Unido tem maior intensidade comercial com a Zona euro do que com os Estados Unidos, embora seja maior a sincronia do ciclo económico entre as economias britânica e norte-americana.
- Atendendo a que já é maior intensidade comercial do Reino Unido com a Zona Euro pode deduzir-se que esta já não consegue criar uma expectativa adicional de criação de comércio com este país, enquanto potencial aderente, podendo afirmar-se que actualmente a Zona Euro não cumpre um dos critérios estipulados pela Teoria das Zonas Monetárias Óptimas, em termos de potencial criação de comércio com os países potenciais candidatos à adesão.

Com os resultados obtidos da maior intensidade comercial existente entre a economia britânica e a Zona Euro, parece não haver uma motivação económica adicional para o Reino Unido aderir ao euro e sujeitar-se ao regime do Banco Central Europeu — que as autoridades britânicas consideram de funcionamento lento e pouco transparente —, pese embora um maior risco cambial nas trocas comerciais e nas transacções financeiras com os países da Zona Euro.



## Bibliografia

- Bhalla, A. S. e Bhalla, P. (1997), Regional Blocs – Building Blocks or Stumbling Blocks?
- Corden, W. M. (1972), “*Monetary Integration*”, in *Essays in International Finance*, nº 93, Princeton University.
- Crawford, Malcolm (1993), One money for Europe? The economics and politics of Maastricht, The Macmillan Press Ltd
- Cunha, Paulo de Pitta e (1996), A União Económica e Monetária e as perspectivas da integração europeia, do livro A União Europeia na encruzilhada, Livraria Almedina
- DE Grauwe, P. (1996), “The economics of convergence towards monetary union in Europe”, in *Monetary Reform in Europe*, Ed. Torres, F./Univ. Católica Portuguesa, Lisboa.
- De Grauwe, P. (2000); Economics of Monetary Union, Oxford, Oxford University Press
- Eichengreen, Barry (2003), Britain’s Euro Test, University of California, Berkeley
- Fleming, M. (1971), “On exchange rate unification”, *Economic Journal*, Vol. 81.
- Hen, Christian e Léonard, Jacques (1995); L’Union Européenne, Éditions La Découverte, Paris
- James, Harold (1996), International Monetary Cooperation since Bretton Woods; Library of Congress Cataloging – in Publication Data
- Mendonça, António (2004), Economia Europeia, Celta Editora
- Mendonça, António (1999), Economia Financeira Internacional, 2ª. Edição, McGraw-Hill
- Mendonça, António (1995), O conceito de Zona Monetária Óptima e o problema da sua aplicação à discussão sobre o processo de integração monetária na Europa, in Ensaio de Homenagem a Francisco Pereira de Moura, Lisboa, ISEG



- Mongelli, F. P. (2002); “New” views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?, ECB, W.P, nº138
- Mundell, R.A. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, The American Economic Review, The Journal of The American Economic Association
- Mundell, R. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 60, nº4 (Setembro de 1961).
- Mundell, R. e Swoboda, A. K. (1972), *Problemas Monetarios de la Economia Internacional*, Centro de Estudos Monetarios Latino-Americanos, México.
- Petit-Roulet, Jacques (2006), Le Système Monétaire International; Collection Bordas-Connaissance, Série Information
- Pinto, A. Mendonça (1995), União Monetária Europeia, Lisboa, Universidade Católica Editora
- Robson, Peter (1985), Teoria Económica da Integração Internacional; Biblioteca Jurídica Coimbra Editora
- Sadeh, Tal (2006); Sustaining European Monetary Union: Confronting the cost of diversity; Lynne Rienner Publishers, Inc.
- Samuelson, P. A. e Nordhaus, W. D. (1989), *Economia*, McGraw-Hill de Portugal, 12ª Edição, Madrid.
- Scitovsky, T. (1958), *Economic Theory and Western European Integration*, Allen & Unwin, Edição de 1962, Londres
- Soares, António Goucha (2006), A União Europeia; Edições Almedina, SA
- Tavlas, George S. (1993), The “New” Theory of Optimum Currency Areas, Blackwell Publishers – Oxford, UK & Cambridge, USA, Vol. 16, nº6



Outra documentação:

Artis, Michael (2006), The UK and the Eurozone, CESifo Economic Studies, Vol.52, 1/2006

Mendonça, António e Silvestre, João (2007), The Endogeneity of Optimum Currency Areas  
Criteria: Some Evidence from the European Union and Portugal

Acto Único Europeu

Tratado de Maastricht

The Economist

The Times

CEPR – Centre for Economic Policy Research:

Allen, Willem, Buiter, Willem, De Grauwe, Paul, Peter, Bofinger, Wolf, Martin (1997, EMU –  
North vs South?

Baldwin, Richard (2006), Britain, Denmark and Sweden would gain little trade from joining the  
euro

Frankel (1999), Euroland not the best Optimum Currency Area but Monetary Unions Now Work  
Better

Méltiz, Jacques (1991), Monetary Union – Optimal currency areas

Buiter, Willem, The risk of Being Outside: Britain and EMU

Fleming, John, Minford, Patrick, Wolf, Martin, e outros (1987), “New Conservative” Policies –  
Permanent revolution?

Thygesen, Niels, Peaceful Coexistence



NBER – National Bureau of Economic Research:

Eichengreen, Barry (2005), *Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition*, University of California, Berkeley

Feist, Holger e Sinn, Hans-Werner (1997), *Eurowinners and Eurolosers: The distribution of seigniorage wealth in EMU*

Frankel, Jeffrey e Chinn, Menzie (2005), *Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?*